全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





洞悉推动股市暴涨与恐慌的真正力量
精明投资者逆势出击的投资指南

恐慌与机会

如何把握股市动荡中的风险和机遇

（原书第2版）

Market Panic

Wild Gyrations, Risks and Opportunities in Stock Markets 2nd Edition

华章经典·金融投资

STEPHEN VINES



〔美〕史蒂芬·韦恩斯
赵耀 霍春辉 陈瑶

Stephen Vines



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恐慌与机会

如何把握股市动荡中的风险和机遇

（原书第2版）

Market Panic

Wild Gyrations, Risks and Opportunities in Stock Markets 2nd Edition

华章经典·金融投资

S T E P H E N V I N E S



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Stephen Vines. Market Panic: Wild Gyrations, Risks and Opportunities in Stock Markets, 2nd edition.

Copyright © 2009 by Stephen Vines

This translation published under license. Simplified Chinese Translation Copyright © 2010 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签，无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版
版权所有，侵权必究
本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2010-1038

图书在版编目（CIP）数据

恐慌与机会：如何把握股市动荡中的风险和机遇（原书第2版）/（美）韦恩斯（Vines, S.）著；赵耀，霍春辉，陈瑶译．—北京：机械工业出版社，2010.6
（华章经典·金融投资）
书名原文：Market Panic: Wild Gyrations, Risks and Opportunities in Stock Markets, 2nd edition

ISBN 978-7-111-30978-9

Ⅰ．恐…　Ⅱ．①韦…　②赵…　③霍…　④陈…　Ⅲ．股票－证券投资－基本知识　Ⅳ．F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 109573 号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号　邮政编码　100037）
责任编辑：刘　斌　　　　版式设计：刘永青
北京京北印刷有限公司印刷
2010年6月第1版第1次印刷
170mm×242mm · 13.75 印张
标准书号：ISBN 978-7-111-30978-9
定价：36.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：(010) 88379210；88361066
购书热线：(010) 68326294；88379649；68995259
投稿热线：(010) 88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前言
Preface

市场发生恐慌，其态势好比失去控制的象群，随处惊扰掠夺。它们目标明确，所过之处一片狼藉。然而，除非其开始快步狂奔，否则很难确定这些掠夺者何时会来到你的面前。这些庞然大物一旦运动起来，速度飞快，现场的人难以准确描绘出所发生的一切，因为绝大多数正常的人都在疲于奔命了。

我曾经对2008年金融危机的爆发时间及其影响尝试做过预测，也和其他市场观察者一样对危险信号做过提示，但在目睹了2008年一整年的市场恐慌后，我意识到，以前的预测，其准确性只能算是差强人意。预测市场恐慌的趋势是一回事儿，准确预测出其时间表则是完全不同的另外一回事儿。鉴于此，更明智的做法就是放弃这种预测游戏，而去了解股票市场的趋势，尤其是当股票市场出现冰火两重天的时候，市场恐慌和强力反弹都很有意义。这样一来，那些想在本书中找到所谓准确预言的朋友恐怕要失望了，但也许，那些想了解市场恐慌的内在原因以及市场恐慌中孕育的机遇的读者，心情就会好得多，因为这些问题正是笔者在本书中将要讨论的。

2008年9月，当市场恐慌的力量狂野肆虐之时，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

碰巧在纽约。无论怎样转换电视频道，充斥在屏幕中的都是几乎相同的内容：股市如何动荡、银行如何破产以及人们如何互相指责。在很多电视节目中，你都会发现那些梳着高大蓬松发式的女主播，每当有什么新的信息报道，她们的头发都会上下抖动，让我印象深刻。男播音员则一身黑灰西装制服装扮，虽然这次金融危机是空前的且局势迷离不定，但他们为了生计，还是使用大量的形容词尽力描绘市场上所发生的一切。但正如我们将在本书后面将要看到的，他们的这些判断远不是那么回事。

2008 年这次股市崩盘的严重性尚无法估量。最近一次的全球金融市场恐慌可以追溯到 1987 年，与那一次不同的是，2008 年的这次市场恐慌伴随着发达国家经济的集体跳水，这些国家无一例外都出现了经济负增长，从而使得拯救世界经济的重担落在了新兴工业化国家肩上。但这并不是说世界两大经济增长动力源——中国和印度，会在这场股灾中幸免于难。实际上，与其他国家相比，这两个国家的资本市场受到了更为严重的打击。总之，2008 年的这场大萧条，让每个人都感到很难熬。

幸运或者也可以说不幸的是，这部以市场萧条为主题的作品最初出版于 2003 年，那时的资本市场表现非常强劲，许多人心里根本就没有恐慌或者萧条的概念。2007 年 10 月 9 日，道琼斯工业指数创出历史新高，达到 14 164 点。巧合的是，在整整 5 年的时间里，股指从 2002 年 10 月 9 日的 7 286 点，几乎翻了一番。不只是纽约股市的股指翻了一番，全世界各地的市场都在跟随美国的脚步，美国有充分的理由相信，如今一切都已不同，股市盛宴已进入高潮，没有人愿意率先离开。

牛市时，身处市场中的人们总是下意识地回避股价暴跌的可能，把对市场的惶恐抛掷脑后。牛市制造出来的财富幻觉，让负面消息变得非常不讨人喜欢。因此，针对这样一本警示风险的书专门制作一期电视访谈节目，有些不合时宜，尽管书中也提到，人们不必因为下跌风险的存在而感到扫兴，因为恐慌也会为投资者带来前所未有的盈利机会。所以这本书放在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年的氛围中似乎更合适一些，因为此时悲观情绪正弥漫在整个市场中，尽管有些过了头。虽然被冷落了好几年，但我不会去抱怨什么，毕竟现在已经有更多的人愿意听我谈谈有关市场恐慌的话题了。然而，人们对像我这种认为恐慌中潜藏着空前机会的人，还存在着很多质疑。怀有这些质疑的人看起来没有任何历史常识，他们不愿意承认，没有哪项投资能带来像股票这样高的稳定回报；当股价下跌时，他们也很少能找到让投资保值增值的办法。

无论从短线还是长线来看，市场恐慌期对于投资高手来说，都是千载难逢的好机会。在过去的 100 年里，所有道指的盈利神话都开始于市场恐慌期，如 1929 年大恐慌和 1987 年大恐慌。而且，可以肯定地说，这一理论也适用于 2008 年大恐慌，尽管它在最开始被提出的时候还很难被人们认同。另一点需要说明的是，这一理论所概括的年代不包括 1927 ~ 1974 年的超级大熊市，因为这段时间的低迷并非源自股价的暴跌，也未引起实质性的市场恐慌。相反，这段时期股价的下跌是循序渐进的，不过最终还是造成了一定的损失。这里就为我们提供了一个关键信息：在 20 世纪 70 年代，市场上基本没有什么获利的机会，其原因就是当时没有发生任何真正意义上的恐慌。当然，道指在 1987 年 10 月 19 日瞬间下跌 22.6% 的纪录是绝无仅有的；而 1929 年 10 月 28 日道指单日下跌 12.8% 以及当年的其他两次类似幅度的暴跌，也是很难再现的。直到 2008 年 10 月 15 日，如此规模的单日下跌才再次发生，当天道指下跌将近 8%，超过了 2001 年恐怖袭击之后纽约交易所重新开盘时的下跌幅度——7.13%。引人关注的是，2008 年 10 月美国股市的下挫，引发了其他各国股市更大幅度的下跌。（另一个看似不太重要但同样值得我们关注的现象是，除了 1932 年 2 月 11 日以外，自 1929 年至今，几乎每次股市崩盘都发生在第四季度。）

新千年以来最剧烈的一次股价下跌发生在前面提到的 2008 年 10 月 15 日，在之前的 10 月 9 日，股价还曾单日大跌 7.3%，不过在 10 月 15 日之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后仅仅4天，道琼斯股指又立即暴涨超过11%，这也是历史上道琼斯指数的单日最大上涨幅度之一。当然，当时股市仍处在下跌途中，但是任何人只要在这4天里持有股票，都会稳赚不赔。本书中大部分内容所关注的，都是投资者如何才能在股价波澜壮阔的上下运行中获利，虽然这样的机会在历史上并不多见。

总体来说，过分关注单日股指的投资心理多少有些病态或者偏激，认真观察股价的循环演变周期会更加有效，也是投资者制定股票交易策略的基础。虽然股价循环演变的周期可长可短，但其运行的过程则是基本固定的：市场对于影响股价的事件，从反应过度到不理不睬。而且，每个运行周期都包括一次反转，经过反转点之后，股价会改变之前的运行方向。

几乎每个炒股票的人都知道有关股价涨跌周期的常识，但是每当运行周期中股价走势改变方向的时候，投资者却往往会表现得好像发生了什么惊天动地的事情似的，惶恐地认为新的周期即将开始。本书第1版完成于“9·11”事件之后的低迷时期，当时全球股市都是草木皆兵。我真是不理解，为什么那么多股民会在2001年9月17日排队甩卖他们手里的股票，当时市场已经明显超跌，过不了几天就会大幅反弹。我这么说并非是要做事后诸葛亮，因为我当时就是一个资本市场的多头买家，在那段时间里，捡到了很多高质量的便宜货。

当那么多人都在疯狂抛售的时候，我为何能够对股市的反弹如此确信？为了解释这个问题，我展开了研究和调查，其结果也构成了本书的基本内容。为什么对我来说显而易见的事情，却被其他的当局者视而不见？究竟是什么让后者在市场的恐慌时期如此急切地想要清仓离场？这些问题都是我想搞明白的。

答案要从股票市场运行的机理中去寻找。为了理解股市运行的机理，投资者首先需要学习和掌握不同形势下股市都会有哪些表现，包括：价格走向极端时、在各种压力作用下股市变得十分敏感时以及多空双方势均力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书中向读者阐述，为什么说每次市场危机都是一个巨大的获利机会，以及市场如何用至少100年的时间来为这个结论提供证据。

显然，牛市中人人都能大赚一笔。人们都期待着价格涨得高点、再高点，同时也会下意识地买进、再买进，哪怕股价已经到达脆弱的顶点。而当如此的大牛市瞬间崩盘时，这些投资者往往会遭受重大损失，甚至蚀掉他们之前的盈利。

没人知道那个崩盘之前的顶点在哪里，而下跌的低点也无处寻觅。因此，有经验的投资者都会得出结论：没有必要去寻找那些谁都找不到的转折点。然而，对于这些难以把握的信息人们从未停止搜寻，对于那些易于获得又很有价值的信息却往往视而不见。在一轮恐慌之后，许多投资者之所以迟迟不愿购入股票，就是因为他们还在期待或者计算着股价是否会再创新低。而更明智的做法是：不要去考虑股价是否已经到达谷底，只要当前的价格已经足够便宜，就应立即采取行动，变动幅度收窄的时候，通常就是买入的好时机。按此策略操作的投资者，更有可能获得满意的收获。

既然漫长的现代经济史已经证明股票是一项有利可图的投资，那么当股价便宜的时候买入，也就是再正常不过的事情。但是，股市并非是被理性所主导。虽然最终会归于理性，但是在大部分时间里，股市都处于非理性状态，这让那些“大胆”的投资者可以靠其他人的错误和愚蠢，而赚得盆满钵满。

有些理论家认为市场会以最有效、最合理的方式对经济行为做出反应、进行资源配置并促进经济快速增长，这些人极度反对那种“股市就是一个大赌场”的观点，这种观点认为：股市中的盈亏与作为交易物标的的资产的价值关系不大。股市的真实本质其实是介于这两种极端观点之间的：既有一些赌场的特质，也是一个规范的融资平台。

虽然我从事股市和商业话题的写作已经有很多年的时间，但直到现在，我才真正认识到自己的作品究竟有何价值。这种感悟，来自此前20年间我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己创办公司的经营体验，来自我对于通过经营商品或提供服务而获利的商业模式本质的认知。在感悟到这一点之前，股票投资对我来说还只是查看上市公司报表，追踪其在股市上的表现。获得这些信息的手段通常是找公司里的高管、董事会秘书以及媒体发言人（他们的工作就是向外界描绘公司的表现有多棒）聊聊。一般来说，一个勤奋的采访者会把这些谈话内容中的不同观点加以综合，然后找出具体的数据加以证明，最终形成一份分析报告。但是，这些调研与加工的过程，往往会让最后的报告与公司实际的运营情况相去甚远。

从某种程度上来说，实际运营一家公司的经历让我对于股市的认识更加清醒和实际。换句话说，这样的一种经历让我看到了那些上市公司的本来面目。

本书首次出版时，恰逢公司财务丑闻层出不穷，这种玩世不恭的情绪也已经在投资机构中流行开来。当时最具杀伤力的丑闻当属安达信（Arthur Andersen）——世界最大的会计公司之一，其他在丑闻中倒掉的公司还包括安然公司、世通公司、泰科公司，所有这些丑闻的披露，使得 20 世纪 90 年代以来的大牛市见顶回落。2008 年以来，世界最大的几家投资银行也同样遭到厄运，要么倒闭，要么被贱卖。在贝尔斯登和美林公司以屈辱的价格被收购之后，雷曼兄弟公司也咽下了最后一口气，成为历史。而美国国际集团（AIG），这艘保险业曾经的无敌战舰，也已经向政府申请了紧急救援。

频出的丑闻以及那些家喻户晓的公司不断倒闭，严重打击了投资者的信心。统计数据变得越来越缺乏可信度，人们也越来越觉得：公司很难根据其表象被合理估值，并且那些所谓的曾被视为股东利益捍卫者的权威机构——审计公司、投资银行，也正在抛弃其一贯宣扬的做事原则。

上市公司自身以及整个监管体系已经开始努力重塑信誉。比如，美国在新千年伊始的公司丑闻风暴之后，推出了《萨班斯－奥克斯利法案》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（*Sarbanes-Oxley Act*），用以进一步提高公司治理的监管水平。但是，随着市场由熊市转变为牛市，在新世纪第一个 10 年的中段，这些公司丑闻被人们迅速遗忘，布什政府也废弃了许多用以约束公司行为的监管措施。

投资者在市场下跌时，往往会习惯性地逆市而为，而且总是会为此给自己找到很多好理由而不是符合逻辑的理由，他们相信上市公司或者其他机构正在为弥补市场下跌给投资者带来的损失而采取措施，但这些只不过都是掩人耳目的泡沫而已。许多看似在护盘的公司都不是按照投资者所想象的方式运作的。顺便说一句，当股市再度回升的时候，这些公司也不会马上变为投资者所认为的那种道德模范。这些公司的本质都非常功利，它们根本就不在乎公司股价的涨跌。

在商海中的实战让我认识到：经营一家公司就是日复一日地解决各种管理问题。一些大公司可以承担得起奢侈的战略规划部门，但十有八九，公司的掌舵人都只会有精力关注当下的问题，而很少有时间与他们雇来的那些“幻想家”交流。与公司的一线管理工作相比，金融市场似乎有些遥不可及，这些企业家有时也会跑到战略规划部咆哮一通，只是方式上与他们经营企业的那一套完全不同。

金融市场中的专业人士，比如股市中的分析师，对于如何通过买卖货物赚钱通常没有什么概念。他们生活在电子表格和 PPT 的世界中，偶尔也会给企业家们开个会，用华丽的图表给企业家们带去一丝安慰。或许你会认为这样的描述对于这些专业人士有失公允。虽然金融市场人士大多精明、机敏，但是他们的交易行为却是依靠吹嘘和极富传染性的非理性情绪完成的。这种行事方式对于股票市场有着立竿见影的效果，但却会给实体经济带来许多隐患。

我无意在本书中展开一场股市批判的研讨会，而是想要发现股市运行的基本规律，尤其是在面临种种压力的情况下，发现股市的反应和运转机制。除了在第 5 章和第 9 章有一些探讨股市善恶本质的内容之外，本书其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他部分所关注的主要是以下两个问题：第一，投资者在股市中最常见的盈利方式是什么？第二，面对市场变化，他们如何做出反应？

第一个问题不仅值得直接投资于股票的人关注，对于更广泛的人群，包括那些在美国通过信托公司、银行理财产品以及共同基金投资股票的人，这个问题都意义重大。总的来说，投资股票是个人投资者让资产保值增值的最好手段。股市变化不仅仅意味着账面收益的变化，从全球来看，许多人都把股票当做养老或者使收入免于被通胀吞噬的保障。

能够以有些非传统的方式，按照从全球最大的金融市场得来的基本理念写作一本这样的作品，让我感到很兴奋。我现在生活在亚洲，这里有世界上增长速度最快的股票市场，这使我形成了一套非常有价值的研究框架。来往于亚洲各地股市，我欣喜地看到，股票投资让许多人梦想成真、大志得成，他们从为了赚钱养家糊口真正进入投资者的角色，关注财富的积累与传承。他们仍然对那段为生存而努力的岁月记忆犹新，因此对于突然出现在眼前的赚钱机会感到非常惊奇。对于这些人来说，股市是希望的灯塔，是现代化的象征，而且，最为现实的意义是，股市使他们得以有机会把自己的生活提升到一个更高的层次。

更为重要的是，股市使得普通人也可以分享到大公司的经营收益，而且可以通过买卖所持有的股票获得财富的增值。有些人把股市比喻为晋身富豪阶层的垫脚石。当今全球的新兴股票市场最引人注目的特点是：它们都受到了异常热情的追捧。在西方发达国家的资本市场，有相当一部分投资者只获得了有限的投资收益，但是在这些市场成长的初期，它们曾是名副其实的世界财富交易中心。在新兴股票市场，快速成长的股民群体是其增长的重要动力。这并不是说股市已经变成了均贫富的工具，甚至具有资产配置功能，但股市的确提供了一种途径，使那些一生都不会自己创办企业或不大可能大富大贵的人，同样可以实现个人财富的积累和增加。

怀着这一理念，我希望本书能够适合那些想要对自己投资的市场了解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更多的非专业读者的胃口。不过我相信，专业读者会对本书中那些新的预测和理念更感兴趣。如果发现本书中的某些内容对您来说已经是耳熟能详，还请您给予谅解。

我对于股市的兴趣，最初起源于作为散户的投资经历。那时的我非常享受炒股的过程：选择股票、买卖交易，然后（如果不出意外的话）获取利润。我发现，我读过的大部分关于股市的文章或图书，其作者本身可能并不炒股，也没有手握巨额资金代客户理财，以非个人化的方式参与市场交易的经历。这实际上造成了一定的缺憾，因为对于大多数个人投资者来说，他们在股市中寻求的是某种兴奋的感觉，所以关于股市的作品中都应体现出这一点。

那些不同意“炒股有些像是做游戏”这类观点的股市正统人士都犯了一个错误。游戏的元素是股市的重要组成部分，并且对于解释股市的运行机理有着重要意义。如果你觉得我在本书中没有充分表达出股市的这种令人激动的特质，那么我在这里提前向你道歉。因为每个人都应该牢记：股市是一个梦想开始的地方、一个将激情化作财富的地方，也是一个悲喜两重天的地方。

本书的篇章结构是这样的。

第 1 章简要概述了最近也是最富戏剧性的一次市场大恐慌——2008 年金融危机，指出这一次危机与之前的几次没有太大的不同。第 2 章提出了本书的基本观点，阐述了泡沫产生、破裂以及造成恐慌的循环过程。接下来的第 3 章对于影响股市的恐慌做了分类，提出了一些新的角度和领域，便于读者更好地理解恐慌的含义和发生机理。第 4 章对于恐慌的发生过程给出了更加具体的介绍，并详细介绍了恐慌的主要特点。第 5 章介绍了如何通过股市与宏观经济以及具体公司的背离幅度，来验证恐慌的变化和发展阶段。

第 6 章是站在两位股市专业人士的角度来谈市场的恐慌问题，他们都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曾在危机期间掌管巨额投资。他们的经验和洞见，提供了许多统计数据所无法涵盖的内容。从这一章开始，我将转向探讨市场行为心理学，这是一个很重要的话题，因为股市是由人来驱动的，不理解人的行为，就无法理解市场的行为。

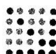
接下来，对于“投资多元化会分散投资者的风险”的观点，我提出了质疑。这个观点虽然看似合理，但却不仅让投资者做了很多无用功，而且还让他们错过了很多盈利的机会。第9章探讨了市场为何总是动荡不安、麻烦不断。最后一章可以看做是之前几章提出的各种理论和观点的实战总结，对于市场恐慌中出现的投资机会，给出了实战操作策略。

写作之初，因为朋友的再三催促，我迅速完成了初稿。在我写作本书时，全球股市正处于癫狂状态；而当本书出版之时（2003年），股市已经归于平静。这本叫做《恐慌与机会》的书似乎是来自另一个时代，而只具有历史价值。很遗憾，随着2008年金融危机的爆发，这本书还是派上了用场。历史总喜欢自我重复，虽然不能说每次丝毫不差，但却足以为这本书提供充分的证据，帮助投资者无论何时，都能理性地看待市场的疯狂。

史蒂芬·韦恩斯

2009年2月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目 录

Contents

前言

第 1 章　2008 大恐慌　/1

源头　/3

泡沫破碎　/8

恐慌袭来　/10

发展历程　/12

危机之后　/14

第 2 章　在恐慌中盈利　/17

熊市最赚钱　/18

迎接恐慌　/20

买入恐慌　/21

投资者为什么会讨厌廉价品　/21

一个简单的成功策略　/22

繁荣与泡沫　/24

识别危机和恐慌　/26

识别信号　/28

以史为鉴　/29

非理性倾向　/31

华章经典·金融投资
HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章 恐慌的类型 /33

假恐慌 /34

自发性恐慌 /38

传染性恐慌 /43

真恐慌 /48

怪诞的逻辑 /52

第 4 章 恐慌周期 /54

难以预见的动荡 /56

波动 /57

崩溃的原因 /58

经济周期的阶段 /62

政府的作用 /65

这次会有所不同吗 /68

新世界，新股灾 /70

可疑的操作与欺骗的到来 /73

比欺诈更难处理的事情 /77

第 5 章 一个恐慌的新时代 /79

股市规模 > 国民经济 /80

新的市场 = 新的资本？ /83

新市场，新波动 /84

钱流向了哪里 /85

股票市场的角色 /89

股市动荡的诱因 /91

对冲基金与市场动荡 /94

投资组合保险与市场动荡 /96

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动量投资与股市动荡 /98
程式交易与股市动荡 /98
新技术与股市动荡 /98
集中的力量 /99
投行的兴起 /102
股票期权病毒 /107
贪婪的传染性 /108

第 6 章 证券交易员和基金经理 /110

交易员：沃伦·普雷汉克 /110
基金经理：约翰·克里 /117

第 7 章 恐慌心理 /124

用合理理由解释看似不合理的现象 /124
恐慌的不是股市，是人 /125
羊群效应 /128
敌视对立观点 /129
乐观战胜恐惧 /130
恐惧战胜贪婪 /131
风险规避 /132
妥善处理新信息 /133
动量 /136
控制错觉 /138
为什么会忘记过去 /139
新兴股市中的行为是不同的 /141
直觉至上：向羊群效应挑战 /142

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章 多样化投资能使我们免受股市波动吗 /144

决策遗憾 /144
转换的时机 /145
多样化投资组合的收益 /146
将多样化拓展至房产 /147
将多样化投资延伸到黄金 /150
多样化投资债券 /153
投资股票，只投资股票的情况 /155
股市里的多样化投资组合 /157
伟大的防御型股票神话 /158
在不同股市之间转换 /159
利用金融衍生工具进行多样化投资 /160
持仓不动最明智 /162

第 9 章 市场总是正确吗 /164

回到基本问题 /164
股票投资的起源 /165
有效市场理论的问题 /167
什么是理性的股市行为 /169
股东价值至上 /170
收益游戏 /171
并购游戏 /173
股东受益，打劫公司 /177
股市击垮经济 /178
回避股市的企业家 /179
员工 Vs 控股股东 /179
不顾一切：股市中的案例 /182

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解矛盾 /184

杀死了自己孩子的市场 /185

股市培育强者 /186

排除股市噪声 /186

第 10 章 机会 /188

熊市中的机会 /188

在复苏时期投机 /189

理解偏见，理解股市 /191

掌握时机 /192

设定目标 /194

勇敢的投资者 /195

预测极端行为 /196

新市场，旧模式 /197

市值日益庞大 /198

利益冲突 /199

致谢 /200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章
Chapter 1

2008 大恐慌

看着自己的资产在 2008 年的金融危机中消失殆尽，投资者们的心情肯定不会太好；同样，那些在这场金融风暴中失去工作甚至栖身之所的人，日子一定更不好过。然而一个不争的事实却是：这次的金融危机原本是可以被预见到的，而且其在本质上来说，与 100 年前甚至更久以前的历次危机相比，并没有什么特别之处。

有些观点认为，这次金融危机的蔓延速度更快、波及范围更广，而且，金融衍生品的泛滥加快了危机的步伐，并且使整个局势变得更加复杂。此外，在某种意义上说，2008 年金融危机的震荡力量之所以更加凶猛，也是因为长期稳定的经济增长使一些空想家认为：完全自由的市场经济及其强大的自我修复能力，足以应对任何系统性的风险和震荡。然而，随着危机的深入发展，这些空想家陷入了尴尬的沉默，因为事实已经清楚地证明：市场无法单纯依靠自己来解决所有的问题，而且许多自由市场主义者已经转向寻求说服政府以前所未有的深度介入进来。

人们一直在努力追寻，2008 年的金融危机中到底有何特别的状况，但却始终没有发现这次危机有什么显著的不同。这一轮的市场恐慌在对流动性的影响方面，显然是有史以来最大的，但这也只是因为金融市场的规模比以前膨胀了许多。同时，其他国家，尤其是亚洲国家，也已经培育了自己的资本市场，这些新兴的资本市场已经被卷入全球化的进程，成为全球金融体系的组成部分。然而，就百分比来说，1987 年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市崩盘幅度更大，而且危机也是以很快的速度在世界各大股市中蔓延。这也说明，如今的金融衍生品已经达到泛滥的程度，而且这些产品正在飞速地从它们的原生资产上剥离。20 世纪 20 年代，银行都忙于给自己的负债重新打包，这些负债大多来自银行那些具有极大投机性的业务，它们的打包方式与我们如今所说的信用评级非常相似，这些银行的行为在很大程度上促成了 1929 年的大萧条。所以，如果认为 2008 年金融危机与之前的历次危机有什么本质上的不同，那就大错特错了。

记忆总是出人意料的短暂，所以很多人都对政府在这次危机中空前的救市行动提出过异议。而且，这次危机的起源也似乎与之前的那些危机没有什么瓜葛。1929 年危机爆发之后，政府迅速介入，推出了多项改革，但之后的事实证明，其中的大部分措施都是无效的。而在 2008 年的金融危机爆发后，政府也迅速推出了救市措施，虽然这些措施可能会像 1929 年的那次一样收效甚微，但就短期来看，它们的确为金融系统注入了流动性，使一些重要的金融机构免遭破产，让它们可以有机会来缓解糟糕的现金状况。从货币供应角度来看，现金以史无前例的规模被投放到公司救助、贷款担保以及银行存款准备金领域；更加意味深长的是，回归国有化成了拯救经济的一项重要措施。此外，从美国到中国、冰岛以及其他国家，救市计划相继出台，其速度和力度都是前所未有的。总之，这一次的救市行动，就其规模来说，丝毫不亚于 1929 年危机爆发后富兰克林·罗斯福推出的“新政”。乔治·布什上台伊始的首批议案之一，就是一份涉及 2 933 亿美元的不良公司信贷救助计划，该计划的救助对象只是金融机构，而不是所有行业。在 20 世纪 90 年代末发生的亚洲金融危机中，一向坚持自由市场经济理念的中国香港特别行政区政府却积极入市干预，按照事先确定的计划，先后投入 150 亿美元购入蓝筹股，以防止市场的进一步下跌。而以实行资本主义制度自居的韩国政府，在一揽子救市计划中投入的资金甚至更多。

在 2008 年的金融危机中，英国首相戈登·布朗提出的一些救助措施看起来似乎令人耳目一新，比如将银行部分地国有化，这一做法迅速被包括美国在内的多个国家效仿。但是实际上，这并非什么新奇的救助方式，在第二次世界大战结束之初的几年里，这种做法就曾大行其道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，从本质上来说，2008年金融危机只是历史的重演，而没有什么打破传统的地方。这并不是说2008年的金融危机微不足道或者毫无特色，而是说这次危机的诸多显著特征，对于我们来说其实并不陌生。本书第4章将向您讲解一个完整恐慌周期的运行过程。这一章的内容写于2003年，当时的情况与2008年截然不同，看不出任何出现危机的迹象。为了更进一步阐述这一观点，我们有必要回顾一下2008年金融危机的形成周期。

源头

追踪2008年金融危机的一条线索是1973年提出的布莱克－斯科尔斯（Black-Scholes）公式，这个公式的提出也标志着数学方法正式被引入风险定价领域。这个公式最初只是被用来计算股票的买卖价格，但是其发明者及使用者很快发现，这个公式完全适用于所有金融衍生品，其中就包括各类证券化的贷款，这类证券是在其原始标的资产（也就是各种贷款）的基础上，被重新估值和杠杆化之后打包发行的。这个公式的发明者们并不主张推出过于复杂的金融衍生品，但是他们提供的这一工具却让金融机构中的一些人异常兴奋，后者由此开发出了大量的金融产品，但实际上，他们对于自己所使用的这些工具的来龙去脉，也只是略知一二。这些衍生品设计者的一条基本理念是：只要风险可以被定价，那么各种贷款就可以被打包、再打包。

配备了这些工具之后，美国的金融机构和它们的欧洲同行（没有前者那么疯狂）在从2004～2007年的几年间开始大举借贷，投资于抵押贷款证券。贷款证券化在美国可以上溯到20世纪70年代，但新千年却是其发展的高潮。美国政府主导的房地美和房利美公司为投资者提供的担保服务，对于信贷资产证券化起到了极大的推动作用。

支撑贷款证券化狂潮的，是这样一个假定：房产将会一直保持增值，抵押品足够用于偿还贷款。在低利率的背景下投资如此高额回报的产品，看起来似乎是一桩稳赚不赔的买卖。2004年，美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，SEC）通过决议，允许投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行提高其负债水平，使后者可以更加肆无忌惮地购买抵押贷款证券，此举无异于为信贷狂潮煽风点火。在美国证券和交易委员会调整规则之前，美国的银行的杠杆率最高只能是其核心资产的10～15倍。而新规则的推出，放宽了限制，使得杠杆率在短时间内便扩大了1倍。这一宽松的政策也使得美国的跨国公司和金融机构加快了在其国内以及监管更加宽松的海外地区扩张业务的步伐。在英国，依据英格兰银行的统计，其国内银行卷入2008年金融危机的债务额高达6万亿英镑，而其与之对应的标的资产只有2 000亿英镑。也就是说，资产、负债比例达到了1:30。

美国、英国以及其他一些国家的宽松监管，造成了两个方面的后果：一是促成了信贷额的爆炸式增长；二是让信贷资产的证券化看起来风险越来越低，因为宽松的政策使打包之后的投资风险分散给了更加广泛的投资者。

世界银行的一份研究报告搜集了多项证据，指责美国政府的宽松政策“使美联储的流动性和联邦住宅信贷银行（Federal Home Loan Bank）的信贷额得到了空前的释放，这使得那些铤而走险的金融机构暂时摆脱了被清盘拍卖的厄运，按照以往的规则，这些机构本应该因资不抵债而从这个行业中消失”。但是，需要为此负责的不仅仅是政府，正如报告中接下来所指出的，每一个参与者都凭着很强的主观愿望，认为火车会一直在铁轨上不断前进，从而无视车厢是否已经因为超载而随时都有可能倾覆：“放贷人首先收取手续费，然后把担保质量很差的贷款（或者合约）销售出去，把风险转嫁给了投资人和券商，不再承担以后的任何违约责任。然后券商只顾从这些问题贷款中榨取现金，而往往不会对借贷双方做必要的尽职调查和信用考评。保险公司和信用评级机构应用的是未经检验过的统计模型，并且多半会做出积极的评判（通常是与会计师的意见一同发布），而不去关注该项抵押贷款的真实交易质量。最终，政府同意接手不良资产的清理整顿工作，而且没有附加任何条件要求当事者完善信息披露制度，或者加强员工培训以防操作层面可能出现的违规行为”。

截至2007年，美国银行已经发行了9 221亿美元的抵押贷款债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为这些债券的利润非常丰厚，所以放贷者对于抵押贷款申请人还款能力的考察变得非常宽松。没有这些抵押贷款，资产重新打包之后的证券化便会成为无米之炊；没有这项业务的爆发式增长，华尔街上的那些银行家也不会拿到如此高额的奖金。根据纽约州审计局的统计，此项业务所带来的奖金额在2006年高达239亿美元。

超载的列车看起来行驶得非常顺利，这也给资本市场带来了促动。2007年7月19日，道琼斯工业平均指数（Dow Jones Industrial Average，DJIA）历史上首次创纪录地收于14 000点上方。世界其他各主要资本市场也如往常一样，追随着华尔街的脚步，甚至20年来一直处于低迷之中的日经225指数（Nikkei 225 Index）也加入了这一波上涨行情之中（见图1-1）。

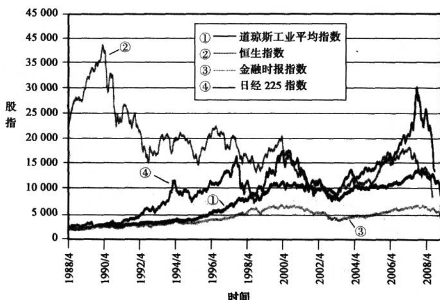


图1-1 世界各大股市与美国市场交相呼应

资料来源：Robert Shiller，Irrational Exuberance 2nd ed. Princeton：Princeton University Press，2005.

一些典型的崩盘先兆已经显露无遗，并且，如往常一样，每当股市濒于崩溃时，股价上涨速度和每股盈利上涨速度之间的差距都会拉大。以往的股市危机大多是由对公司价值的高估造成的，而2008年的危机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以说是由对公司盈利水平的高估造成的。图 1-2 由罗伯特·希勒绘制，他是耶鲁大学的知名学者，是非常有名的《非理性繁荣》（*Irrational Exuberance*）一书的作者。这张图中清晰地显示出了股价与每股盈利之间的差距变化，发出了股市泡沫的警告，但是，许多人都忽略了这一警告，他们固执地认为“这一次与以往会有不同”。希勒自己一直属于少数派，他在 1996 年根据自己搜集的数据得出结论：“我不得不指出，在今后的 10 年里，市场价值将很有可能在不知不觉中缩减，因此，坚持长期价值投资的人都应该在未来的十年里清仓离场。”这是一个非常有预见性的警告，而当时那些对此视而不见的人则认为，股价已经达到了一个创纪录的水平，他们坚信，市盈率已经不足以解释当时股价的全部内涵了。

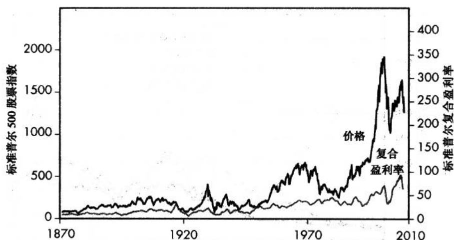


图 1-2 股价上涨与每股盈利上涨之间的差距

资料来源：www.irrationalexuberance.com.

不过，沃伦·巴菲特还是赢得了更多的关注。这位美国最著名的投资者在 2003 年曾经就金融衍生品的影响发出过引人注目的警告，他把这些金融产品描述为“金融界的大规模杀伤性武器”。但是，当股市高歌猛进而年轻一代投资者志得意满地认为“老家伙们越来越愚钝”的时候，即使巴菲特也会暂时被人们所遗忘。

即便没有得到足够的关注，希勒和他在耶鲁的同事们，还是在这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

轮涨跌周期中找到了一个有趣的规律。他们发现，在这一次的危机中，个人投资者而非机构投资者，首先对市场价值失去了信心（见图1-3）。在以前的大部分危机中，专业投资机构总会首先发现市场中出现的预警信号，并在形势进一步恶化之前理智地退出市场。而自2007年以来，个人投资者都表现得比机构投资者更加小心谨慎。

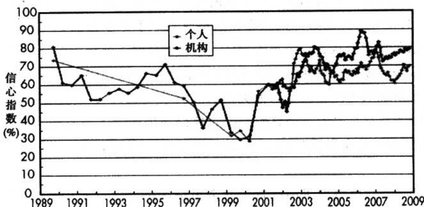


图1-3 价值信心指数

资料来源：The Yale International School of Management.

另一点值得关注的是，在过去的危机中，基金经理的表现大多非常糟糕。大量调查数据显示，平均来看，他们的业绩很少会超过其所在资本市场的总体水平和标杆指数。那些共同基金的投资者支付着高昂的佣金，但得到的回报却还不如投资成本更低、直接与市场走势相关联的指数基金。如此说来，那些基金经理很少在自己操盘的基金中拥有个人投资也就不足为怪了。2008年一项针对6 000家总部设在美国的基金公司的调查显示，46%的基金经理在自己掌管的股票型基金中没有一分钱投资，65%的基金经理在应税债券型基金中没有投资，而没有投资于自己管理的平准基金的比例更高，达到了70%。我们无法确定这是否只是最近才出现的趋势，因为这些数据都是在美国证券交易委员会2005年出台了相关规定之后，才得以公之于众的，美国证券交易委员会的规定要求基金经理披露其在自己掌管的基金中的投资情况。此外，那些新兴市场中基金经理们少得惊人的行业经验，似乎比上面的这些数据更加令人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失望。中国的银河证券公司的一项研究显示，中国的共同基金经理的平均从业经验只有1.7年。很显然，在中国，没有几个基金经理经历过熊市，更不要说拥有应对熊市的经验了。

对于种种不利因素的忧虑，使得市场信心持续下降，而且这一趋势的发展速度开始明显加快。然而，即使在2008年年初，许多投资研究机构仍然对这一年给出了谨慎乐观的预测。比如，瑞士信贷在2008年1月10日发布了标题为“购买那些预期收益好于标准普尔500指数的美国股票”的研究报告。该报告预计，经济不会发生衰退，但资本市场最早将在该年度第一季度结束时达到新的低点，该报告认为“资本市场会随着经济领域不确定因素的消失而再度繁荣”。当然，由此便断定瑞士信贷缺乏洞察力是有失公允的，因为这份报告代表了当时的主流观点：即使市场存在崩盘的可能，也没有任何理由说明有必要发出衰退的警报。

这一观点也得到了国际货币基金组织（International Monetary Fund，IMF）的经济学家们的强化和认可，他们行事保守，在对未来的预测方面总是支持主流观点。直到2007年4月，他们仍然坚持表示：“所有的风险暴露的威胁似乎比6个月前有所减轻。”同时，他们还认为，在美国发生的危机不会波及其他国家。也就是说，国际货币基金组织也像大多数经济预测业的机构和个人一样，没有看到即将到来的风暴，并且在2008年第三季度危机爆发时感到措手不及。虽然事后我们很容易看出这些预测上的失误，但在2008年年初的时候，即使人们普遍认识到了经济衰退的可能性，也很难准确地说清楚它的发展速度和破坏程度。

泡沫破碎

虽然2008年金融危机经常被说成是“美国制造”，但应该指出的是，危机最初的导火索应该是在法国，2007年8月，法国巴黎银行（BNP Paribas）发布消息称经营陷入了巨大的危机，这一消息立即抬高了贷款成本。随着利率的上升，房价开始下跌，特别是在美国，借款利率的快速上升，造成了很高的贷款违约率，尤其是次级抵押贷款——这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些贷款的客户从“热情”的银行家那里获得了超过他们信用和还款能力的贷款。截至 2008 年 10 月，美国大约有 6% 的抵押贷款违约，比银行能够承受的一般水平高出了 2/3。

造成个人无法如期还款的诸多问题也很快影响到了银行自身。2007 年，美国的五大投资银行报告称，它们的总债务已经高达 4.1 万亿美元，大概相当于美国经济总量的 30%。在接下来的 2008 年，其中的 3 家投资银行陷入危机。雷曼兄弟公司破产，而贝尔斯登和美林银行（以牛作为公司的标志）则是通过自卖自身才求得生存。历史让 2007 年 9 月 15 日雷曼兄弟公司的破产成为了一个转折点，这一天成为了一场大危机的引爆点。雷曼兄弟公司的破产在美国历史上是规模最大的，出乎人们的意料之外，美国政府并没有像该公司领导者所期望的那样实施救助。就在这一天，危机正式落在了美国公众的头上，并引发了恐慌的情绪。

正当华尔街忙于救火的时候，一场更大的灾难又在欧洲爆发了：富通集团——欧洲最大的银行和保险公司之一，不得不以实现部分国有化为代价，向荷兰、比利时和卢森堡三国政府申请总值 112 亿欧元（约合 161 亿美元）的注资。对于回归国有化的顾忌与敏感都迅速地在欧洲大陆褪去，英国政府向 3 家零售银行注资 370 亿英镑（约合 555 亿美元）从而获得了部分所有权，以使它们免于倒闭。德国政府也迅速跟进，为本国银行提供救助。而在北欧小国冰岛，银行部门已经膨胀到了异乎寻常的程度，其银行的财务危机甚至让整个国家都面临着破产的窘境。

在世界其他各国，大家也都很快认识到了一个事实：在华尔街发生的这场信贷危机，实际上是一场全球性的危机，或者说得更准确一些，是美国和欧洲的危机，虽然亚洲和非洲国家的金融机构并没有牵涉过多的“有毒”债务，但还是迅速地被拖下了水。后者的问题在于，他们都曾与西方人做交易，是欧美国家投资基金的客户，同时在欧美国家也都有直接投资。在海外市场上发生的动荡和悲观情绪也影响到了亚洲当地投资者的信心。出人意料的是，在有些国家，比如中国，因为股价已经被高估到了危险的程度，所以其股市下跌的幅度甚至超过了西方国家；再比如中国香港地区，其市场具有很好的开放性和流动性，却由于投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者纷纷转移资金到其他地方救火而遭遇危机。

2008年11月中旬，因准确预测到1999年农产品价格的暴涨而成名的基金经理吉姆·罗杰斯估计：全球股市市值蒸发了超过280亿美元，同时，贷款和账面损失为690亿美元。而英格兰银行给出的数字更是高达2.8万亿美元。不过实际上，这些数字应该说还都只是瞎猜，其作用只是让我们对于危机的严重性有更加清楚的认识。

随着股价的下跌，基于摩根士丹利世界指数（MSCI All Country World Index）计算的全球股市平均市盈率，也从20世纪90年代末30多倍的高点，跌至2008年金融危机爆发之后的10倍。值得注意的是，这远非历史最低点——据说最低点出现在20世纪70年代中期。2008年金融危机最显著的特点是，市值的缩水程度是1929年以来所从未有过的。这种史无前例的大缩水也被分析人士看做是千载难逢的买入时机。但是，面对如此的市场动荡，持币观望却成为了许多明智投资者的首选策略。

恐慌袭来

本书的第3章介绍了在股票市场中可能出现的各种类型的恐慌，无论以哪一个标准来衡量，2008年出现的市场恐慌都不是简单地因为市场偶感风寒甚至错误的警告引起的骚动，而是一次实实在在的大恐慌。这次的恐慌伴随着经济的衰退，这势必将对公司的盈利能力造成长期的负面影响，而公司的盈利也正是股票投资价值的根基。

在一份给2008年11月举行的20国集团首脑峰会——由全球20个居于领导地位的经济体派代表参加——提供的经济概况报告中，国际货币基金组织的专家预计，全球2009年的经济增长速度将为2.2%，比之前的预期下调了1.5%。然而，报告还预计，全球最发达的经济体——美国、欧元区和日本，将遭遇自第二次世界大战结束以来最为严重的经济下滑，总体增速将下降0.3%。欧洲的各主要国家同样将会在2009年或者2008年第四季度遭遇经济衰退。2008年11月，日本加入了经济衰退国家的行列。美国之前一直不愿正视这样的现实，但是当日本宣布本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国经济陷入衰退之后，美国也迅速认可了自己与日本处于相同的境况，只是仍旧回避“衰退”这个字眼，而将之描述为：自 1929 年以来最糟糕的经济形势。

证明全球经济未陷入整体衰退的唯一证据是中国和印度两国政府公布的其在 2008 年的引人注目的经济增长数据，以及对 2009 年自身经济增长的预期，虽然印度比中国有所减缓，但仍然达到了惊人的水平。中国预计其 2009 年的经济增长率将从 2008 年的 9.7% 降为 8.5%，而印度预计其 2009 年的经济增长率将由 2008 年的 7.8% 下降为 6.3%。这可能会是有史以来我们第一次看到这样的图景：全球经济的增长由被称为发展中国家的经济体所推动，而发达国家的经济则纷纷下滑。

在 2008 年 11 月的 20 国集团首脑峰会上，各国领导人在寻求走出危机的路径过程中，都竭力以自己的方式来解释整个危机的过程。他们对于危机根源的阐释，非常值得借鉴。以下是会后联合声明中关于此问题的内容：

> 在经济高速增长时期，资本流动性日益增长，并且在此前 10 年保持着长期稳定性，市场参与者过度追逐高收益，缺乏风险评估和未能履行相应责任。同时，脆弱的保险业标准、不健全的风险管理行为、日益复杂和不透明的金融产品以及由此引发的过度反应，最终造成了体系的脆弱性。在一些发达国家，决策者、监管机构和管理者没有充分地意识到并且采取措施应对金融市场正在扩大的风险，未能及时实施金融革新或者未能考虑本国监管不力所产生的后果。
>
> 导致当前形势的主要因素是不一致和不够协调的宏观经济政策、不充分的结构改革，这阻碍了全球宏观经济的可持续发展，导致风险过度，最终引发了严重的市场混乱。

对于这样一份充满外交辞令的政府公文式的声明而言，其不同寻常的地方有以下几点：首先，其对于本次危机的爆发原因给出了令人信服的合理解释；其次，各国领导人协商确定的危机应对策略虽然还不是很具体，但都明确表示将继续推出经济救助计划，并且在联合声明中提出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对国际货币基金组织进行改革；第三，全球贸易谈判再次为各国所关注，尤其是2001年被暂停的有关自由贸易的多哈回合谈判；最后，各国领导人还在声明中提出了有关加强各国中央银行以及其他经济政策制定部门合作的计划。

截至2008年11月底，按照彭博社的计算，美国政府仅用于提供担保、贷款和其他救助措施的总投入就已达到了7.76万亿美元。虽然有相当一部分救助资金来自于贷款和银行保证金，但其中的大部分还是来自美国国库的真金白银。在写作本书之时，我们尚无法预测，在所有问题都被清理干净之后，全球总共要为这次危机付出多少代价。乐观主义者们甚至预计，随着经济复苏的到来，以及注入金融机构的股权投资开始带来盈利，危机带来的损失会大幅下降。

美国左派经济学家诺瑞娜·赫兹将2008年金融危机描述为“全球化时代第一次全面爆发的危机，这让人们意识到，在一个联系日益紧密的世界里，一个国家的麻烦会变成每个国家的麻烦。这是第一次出现‘双输’的危机”。这样的描述看似有些道理，但是不能因为现在全球到处都有金融市场，就把2008年金融危机的迅速蔓延全部归咎于全球化。回溯1929年，那时的金融市场主要集中但并非全部在欧洲和北美洲，那次危机的传播速度并不比2008年的这次慢多少，那一次华尔街的崩盘也迅速地在全球所有的资本市场重演。而且，2008年金融危机最不可思议的地方，是其对于中国这类相对封闭的资本市场的影响。在这些资本市场上，国际投资者相对较少，影响力也很有限，所以国际市场不应该是影响其运行的主导因素。

发展历程

2008年金融危机与以往相比，并未有多大的改变，其发展的过程仍然遵循着历次危机一贯的模式。从本书第4章所介绍的危机循环过程我们可以看到，市场在最开始的时候会经历一段极度兴奋的时期，通常表现为异军突起式的增长。依照这一理论，2008年金融危机的起源应该要追溯到新千年最初的几年，当时市场上充斥着为企业和个人提供的大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量廉价贷款。

接下来，货币供应量的增加会把危机推向下一个阶段，这也刺激了过度投机和借贷活动。然后，大量新手涌进市场，并且很快陷入到他们力所不及的投机交易中。与此同时，股市新闻也会从报纸的财经版被提升至头版——在任何时候这都是一个重要的预警信号，然而在任何时候，这也都是一个被极度忽视的信号。再后来，正如我们在前文中所提到的，当市盈率达到难以解释的高度而每股收益又少得可怜时，将出现更多明确的预警信号。但是这些信号仍然会被许多人忽视，因为那时市场上会充满有关新范式和反对所谓的“老脑筋”的言论，这些“新理论”所关注的指标不久之后就会变得毫无价值。当上市公司意识到投资的欲望使人们对于金融产品有着无限需求的时候，危机又开始进入了一个新的阶段。

一般来说，在危机周期的这个阶段，市场会发出新的警示信息——公司丑闻和欺诈骗局纷纷被曝光。在 2008 年金融危机中，美国联邦调查局在当年 6 月，以抵押贷款欺诈罪，从雷曼兄弟公司逮捕了 406 人，一时震惊全美。几乎是在同一时间，贝尔斯登公司的两位高级职员因牵涉到两家对冲基金公司的倒闭案被提起刑事诉讼，这两家基金都经营次级抵押贷款业务。但是回溯到 2008 年 6 月，当时的人们依然认为这些问题或许都只是一些小波澜，要不了多久便会平息。

还是在这段时间里，越来越多明智的投资者开始退出市场。正当这些投资者抽身离场之时，那些房贷机构也变得越来越急于收回欠款，并且制定了更为苛刻的还款条件，这也使得不动产销售价格的下降压力越来越大。当价格大幅跳水达到最低谷，优质资产价格也随之走弱的时候，危机也开始进入一个新的阶段。此时，通常都会出现一些放大崩盘效果的标志性事件。2008 年金融危机中具有历史意义的引爆点便是美国的投资银行——雷曼兄弟公司在 2008 年 9 月 15 日宣布破产，其在之前的 3 个月巨亏 39 亿美元，之后又陆续披露了巨额的不良负债。

股市在雷曼兄弟公司倒闭之后的走势，与历史上的各次危机如出一辙——股价基本上表现为自由落体运动，而且迅速波及到那些优质金融产品。一时间，在 2008 年，诸如“次贷”、“对冲基金”之类的短语成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了羞辱投资者的代名词，其寓意与20世纪90年代末互联网泡沫时期的“.com”类似。正如我们无法抛弃所有的互联网公司一样，随着那段痛苦记忆的消退，人们对于对冲基金的反感也会逐渐减弱，因为在金融领域，永远都会有对冲交易、永远都会有衍生品，当然，也永远都会有杠杆交易。

危机发展到这个阶段，有许多正面和反面的关键人物值得我们回顾和总结。当市场在新千年伊始进入繁荣阶段时，各类股神式的人物大量出现在报刊文章以及电视广播台的访谈节目里。但是，在市场崩盘之后，对于这些人物的恶毒批评也同样热烈。《华尔街日报》——自由市场主义者的舆论阵地，在2008年11月21日刊登了一篇有趣的文章，文中披露了在危机爆发之前不久，全美120家大公司（包括那些在危机中损失惨重的公司）的领导人如何通过现金补偿或出售股票的方式，获得超过1亿美元收入的内幕。大量此种类型的文章掀起了一股声讨的浪潮，那些曾经备受推崇的人物这时又成了舆论指责的焦点。

接下来，整个危机周期将进入最黑暗的阶段，市场极度萧条，而有些人则从被低估的股票中看到了复苏的迹象。在这一阶段，因为局势极度动荡，许多时候看似“大屠杀”已经结束，但其实却只是虚假的反弹。比如2008年10月13日，道琼斯工业指数上涨了11%，是其历史上第五大单日涨幅，前四大涨幅分别出现在1929年、1931年和1932年。在同一天的伦敦，股指上涨了8.3%，是其自1987年以来的第二大涨幅。之所以列举这些日期，是为了说明最激动人心的股价收益都产生于危机最深重的时期——1929年美国的大萧条和伦敦1987年的“黑色星期一”。

危机之后

1987年的股市恐慌异乎寻常的严重，但是，其持续的时间也同样异乎寻常的短暂。这与2008年的股市恐慌截然不同，因为前者并没有引发持续的经济衰退。从中我们可以看到，本书第3章所探讨的各类恐慌中，有一些含有许多虚假成分。在1987年之前，世界范围内最大规模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股市恐慌发生在20世纪70年代中期，石油输出国组织（Organization of Petroleum Exporting Countries，OPEC）发动的石油涨价风潮是这一轮危机的导火索。此外，布雷顿森林体系的瓦解也是造成此次股市恐慌的一个重要因素。该体系于第二次世界大战结束之初建立，旨在刺激当时全球经济的战后复苏，保持国际金融体系的稳定性和流动性。这一次的危机给了整个资本市场沉重的一击，使得股票的市盈率降到了极低的水平，甚至比2008年金融危机期间还要低，不过比之前发生在1929年的那次大崩溃要稍微好一些，后者目前在严重程度上被认为与2008年金融危机最为接近。

最近这一次严重的危机让人们觉得，似乎危机发生在现代金融系统中要比发生在过去更加理所当然。事实并非如此，在19世纪爆发的金融危机要比现在多很多，20世纪则是每10年爆发一次危机，期间华尔街经历了30次熊市，伦敦经历了25次。业内对于熊市的通常定义是：连续50个交易日内股指下跌30%。

但是，在上个世纪以及当前的这个新千年，股市恐慌的一个引人关注的特点是：它们都是区域性的或者是行业性的。在此期间，最大规模的行业性股票崩盘是2000年发生的互联网泡沫破灭，那一次的暴跌主要发生在纽约的纳斯达克（NASDAQ）：股价迅速被腰斩，并在之后的一个月里再次持续下跌了50%。直到写作本书时（2009年），纳斯达克指数仍未见恢复，事实上，该指数一直处于其在2000年3月10日达到的最高值5 048点的30%左右的位置横盘震荡。互联网泡沫破灭虽然主要集中于高科技公司股票，但是也牵累了市场上的其他板块，其破坏力波及了世界各国，这次危机也是自19世纪中期铁路股票危机之后，最严重的一次行业性股市崩盘。

此外，20世纪最为严重的几次金融危机还表现出了明显的区域性特征。其中，1997～1998年的亚洲金融危机的破坏力巨大，并且影响到了巴西和俄罗斯；然而，与之相比，1990年爆发的日本经济危机更为严重，这次危机对日本经济的影响延续了20年之久；墨西哥在1994～1995年爆发的金融危机则基本上由其“自己拥有”，影响只限于其国内；此外，其他一些更小的经济体也都曾遭遇过经济萧条，但受影响的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也基本都是与其关系密切的兄弟国家。

虽然看起来似乎是经济全球化以及集中度越来越高的国际资本使得股市更加动荡并更容易产生恐慌，但是这类观点一直很难找到充足的证据。2008 年所发生的事情，在之前曾经多次上演，而且正如我们将要看到的，在市场发生恐慌的过程中，有明显的规律可循，这也是本书后面内容的核心主题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章
Chapter 2

在恐慌中盈利

1987 年 10 月 19 日，纽约股票交易所共计成交了 12 亿股股票，无论以哪个标准来衡量，这都是一个不同寻常的交易日。第二天的报纸头版新闻将之称为“股票大甩卖”，但这一描述并不全面，因为每一股售出的股票都肯定有一个买家。所以这条头版新闻的标题同样可以写成：“华尔街股票大收购”。不过记者并没有按照后一种方式写，这也使得见诸报端的这个标题显得毫无意义，因为整个事件的要点是：华尔街经历了有史以来最大的单日跌幅。道琼斯工业指数下跌了 508 点，跌幅达到 22.6%，股票总市值蒸发了 5 000 亿美元。顺便说一下，有趣的是，在 1929 年 10 月 28 日的“黑色星期四”那天，华尔街股指下跌了 12.8%，这是股指单日跌幅的第二高纪录，此后股指一路下滑，直到 1931 年才止跌企稳，而在这几年间，股票总市值“仅仅”缩水 500 亿美元。

约翰·肯尼斯·加尔布雷斯，那部有关 1929 年大萧条的最权威著作的作者，曾经发现：“股票交易过程中最令人不可思议的事情就是，每一个卖家都要找到一个买家。”有些时候，买家和卖家无法达成交易，从而使得价格一跌再跌，而当投资者愿意按照暴跌之后的价格出售股票时，往往也意味着他们已陷入恐慌之中。也就是说，总会有一个能够吸引买家入市的价格。因此，加尔布雷斯所说的这个不可思议之处，其实并没有那么不可思议。

这也解释了为什么在 1987 年和 1929 年，当有人匆忙逃生的时候，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却有大量的投资者不顾股市的风雨飘摇，把握机会坚定地进入市场。每一块历史的碎片都可以证明，后者的决策是明智的。在1987年股市崩盘刚刚发生之后的那段日子，以及其他股市暴跌之后的类似时期，那些在暴跌高潮时买入股票的人，都会因为自己的大胆行为而迅速得到回报。

这时因为股市存在着理性与极度非理性的双重性格。在出现重大事件或者新消息时，市场会表现得极度不理性；而在这些事件过后，市场又会回复理性，把利润奖赏给那些不为恐慌性反应所动的投资者。

让那些坚信市场是理性的人去理解那些做出极端行为的投资者，是件挺痛苦的事情，因为前者一直指责后者玷污了市场的纯洁性。这些理性市场理论的信徒因一个共同的理念而结成了一个封闭的团体，他们都认为：股市是理性地按逻辑运行的，但市场的参与者不是。欧文·费雪曾为这一观点提出了一个经典例证，他是耶鲁大学著名的教授，曾经因为在1929年大萧条之前的看多言论以及后来对此的辩解而沦为股票投资界某些人的笑柄。他在事后对危机进行分析时写道："我个人仍然认为市场上涨的动力主要来自正常合理的利润增长，只有一小部分来自不理智的、疯狂的购买冲动。"

这一观点相当于是在说，股价下跌绝不是市场的错误，因为在自由市场条件下，唯一正确的价位就是股市当下达到的均衡价位。回过头去分析股价本应该达到什么水平是毫无意义的，只有买家与卖家才能决定股票的交易价格，他们的交易决策与其对股价的判断是对是错毫无关系，因为是他们造就了股票市场。预测股价何时达到顶点也是一件关系重大的事情，因为直到股价见顶时，人们往往还在为此争论不休。

熊市最赚钱

当市场走向极端，股价走势飘忽不定时，有关股票正确价位的争论也会更加激烈。许多人简单地认为：牛市应该最赚钱，熊市应该最赔钱。然而，这并不完全正确。

华尔街上股指最大单日涨幅就出现在熊市期间。截至1987年，美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国股票史上最大单日涨幅都出现在 1929～1932 年（见表 2-1）。这说明，股价的单日暴涨，在历史上都出现在股价长期持续下跌的时期。其中最高的一次是1933 年3 月15 日的15.34%。其他能够与1929 年大萧条期间出现的单日暴涨幅度相提并论的，只有 1987 年 10 月 21 日的道指上涨 10.15%（黑色星期一刚刚过去 2 天），以及最近这次金融危机爆发之后不久的 2008 年 10 月。

表 2-1 道琼斯指数单日涨幅最高的 10 天

序号	日期	上涨幅度（%）
1	1933 年 3 月 15 日	15.34
2	1931 年 10 月 6 日	14.87
3	1929 年 10 月 30 日	12.34
4	1932 年 9 月 21 日	11.36
5	2008 年 10 月 13 日	11.08
6	2008 年 10 月 28 日	10.88
7	1987 年 10 月 21 日	10.15
8	1932 年 8 月 3 日	9.52
9	1932 年 2 月 11 日	9.47
10	1929 年 11 月 14 日	9.36

资料来源：Dow Jones indexes.

为了避免有人误以为在熊市期间出现股价单日暴涨是美国所特有的现象，我们再来看一下日本在 20 年前开始的一次大熊市，人们称之为“失去的十年”。截至 20 世纪末，日经 225 指数由 1989 年底 38 900 点的最高值跌去了大概 2/3 的市值。然而，日经指数历史上最大的 10 次单日涨幅中，有 7 次出现在 20 世纪 90 年代的这次大熊市期间。其中最大的一次发生在 1990 年 10 月 2 日，单日涨幅达到 13.2%，当时人们对于日本股市的前景普遍感到悲观。

当熊市氛围占主导地位时，市场上的交易量会迅速下降，这也是市场恐慌期会出现股价戏剧性暴涨的原因之一。随着交易量的下降，市场会变得更加敏感，一小部分投资者的行为都会引起较大的波动。那些进场捡便宜货的抄底者会迅速地引起股价的上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这些熊市的股价暴涨中收益最多的，是那些加尔布雷斯提到的“不可思议”的股票买家。然而，在股市崩盘时期入场的投资者并非只是机会主义者。那些此时入市交易的理性的投资者，或者会回购自己公司的股票，或者只是坚持持有股票而不抛售，因为他们认为市场已经进入一个疯狂的阶段。他们知道这些上市公司的真实价值，也知道哪些股票是真正的物超所值。

1987 年“黑色星期一”那一周的周末，超过 100 家美国公司宣布将回购自己公司的股票。其中有许多是蓝筹股公司，包括花旗银行、施贵宝药业公司、福特公司、通用汽车公司和美林公司。这些公司对于自己股票的价值一直深信不疑，直到 2008 年金融危机爆发。

迎接恐慌

在悲观的市场氛围中购买股票，并不一定需要非凡的胆识。如果你准备好了，尽可以在此时为即将到来的复苏赌上一把，因为历史经验坚定地站在了你这一边，而且历史也已经证明，此时的风险远不如看起来那么大。

奈德·戴维斯研究公司（Ned Davis Research）研究了 1940 年以来发生的 29 次危机之后发现，这些危机的主要影响是造成股价平均下跌 7%。同时，复苏期平均是 7 个月，在其中的 6 个月市场都表现得比危机之前更为强劲。美国银行在 2001 年发布的一份报告研究了之前 60 年在股市中发生的危机，发现在危机爆发之后的一年内，道指平均都会上涨 15.5%。

这些平均值在一定程度上有些误导，因为其中包含了我所说的“假恐慌”——具体将在下一章谈到。但是，无论恐慌是虚假的表象还是真正来自对于公司盈利能力的恐惧，这两家机构有关危机的统计研究都足以证明崩盘之后股价将大幅上涨。

如果把本书内容总结为一个观点的话，那就是：**股票市场的恐慌期是最好的赚钱机会，因为市场总是会反应过度，总是会自己纠正自己。**这是最确定无疑的一条投资定律，虽然我们都知道历史不一定总是会重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

演，但股市在这一方面的历史表现却是完全一致的——每次恐慌爆发之后，都会出现股价的暴涨。

这一理念可以有多种表述方式。许多成功的投资顾问曾经坚持建议自己的客户挑战他们自身的畏惧心理，采取更加大胆的投资策略。约翰·邓普顿——邓普顿投资管理公司的创始人，曾经向他的客户提出一个著名的理念：在他人沮丧地抛售时买入，在他人贪婪地买入时卖出。

买入恐慌

许多人在探讨市场恐慌时，都只是想着股价的暴跌。我的一个朋友曾在伦敦做过股票经纪人，20 世纪 70 年代回到美国，他指出："确实存在买入恐慌这回事。"很奇怪的是，几乎没人在市场发疯的时候想到这一方法，而正如我们将要看到的，这一方法是市场下跌阶段最常见的应对之策。当市场暴跌，而大型基金的经理们发现自己仓位很浅的时候，通常会出现买入恐慌的行为。1972 年的伦敦就是一例，当时市场已经跌到了地板价。在这种情况下，大多数基金经理认为把投资组合变现是更明智的选择；而当他们看到市场出现回升的先兆时，又争相买入股票。这就造成了一种买入恐慌，从而使股价大幅反弹。其结果是：伦敦股票交易所平均每天成交笔数从 1971 年的 20 784 笔上升到 1972 年的 26 476 笔，而在此期间股价则一直在下跌。

如今，许多大型基金公司的经理都会选择把钱尽量多地投出去，在基金运营管理方面也有着许多严格的规定，大部分基金都不允许现金占比过高。然而，私募基金和对冲基金则有着不一样的玩法，它们会带动更多的基金经理参与到买入恐慌中来。

投资者为什么会讨厌廉价品

买入恐慌并非出自当事者的忧虑和惶恐，这听起来可能很有趣，而更令人惊讶的是，这还可能是某些头脑敏锐的家伙对股价下跌做出的反应。那些率先看到市场发出走弱信号之后迅速抛售手中股票的人，并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会马上宣称自己将要清仓离场，尽管市场上出现了许多不确定因素，股价似乎即将崩盘。然而，还是这批人，他们也会在股票大甩卖的时候加入抢购的人潮。他们这种“排队购买打折品”的做事原则不应该受到指责，因为他们是在抢购自己需要的，或许只有低价甩卖时才能买得起的东西。

股票与其他产品没有太大的不同。假设那些抢购打折商品的人就是股票投资者，而且他们认为股票是其投资组合的基本组成部分，那么价格便宜的时候，他们自然一定会出手买入。

然而，另一方面，那些讨厌廉价品的投资者则持有相反的观点，他们声称自己只会在股价处于高位、市场正在上涨的时候买入股票。这部分地说明了为什么牛市的交易量要远远高于股价下跌时期的交易量。

伯克希尔－哈撒韦公司的董事长沃伦·巴菲特，被认为是现代最精明的投资经理之一，他也对这种毫无逻辑的追涨行为表达了同样的困惑。他以自己独有的风趣口吻，表达了他对汉堡包的热爱：“我将用尽余生去购买汉堡包，当汉堡包的价格下跌时，我们会在家里全体高唱圣歌‘哈里路亚’。当汉堡包价格上涨的时候，我们则会哭泣。对于大多数人来说，他们在一生中买所有东西的时候都会如此——只有买股票的时候例外。当股价下跌，而你会因此赚得更多时，人们却对股票失去了热情。”

正常人之所以会产生非理性的行为，更多的是因为恐惧而不是贪婪，这一力量影响着所有的股票市场。人们总是害怕被股价的进一步下跌套牢，但是稍加分析我们就不难得出这样的逻辑关系：如果在你面前有一家具有稳定盈利能力的世界级公司，其股票正在以一个诱人的折扣出售，那么这样的便宜肯定值得去捡。

一个简单的成功策略

人们总是喜欢把原本可以很简单的投资策略搞得很复杂。虽然本书的最后一章总结了多个应对和避免股市恐慌的方法，但我还是要在本节列出关于这个话题的主要观点，这些观点也是构成本书的立论基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的确，市场出现恐慌之后，股价很可能无法回到市场癫狂状态时的高点，但是对于那些以很便宜的价格买到蓝筹股的精明投资者来说，这并没有太大的影响。因为这些投资者已经在价格处在历史低位时入市，买到了一份很有价值的资产。这也为投资者奠定了非常好的盈利基础。有些投资者会因为危机前后的股价差异而感到困惑，但这仅限于那些在危机之前买入股票并一直持有的人。那些在危机爆发后股价下跌时买入的人，则只需要关注手中股票在危机过程中的变动趋势，在能获得满意收益的价位抛出。

每个身处股市的人都渴望拥有一个水晶球，让它告诉自己何时该入市、何时该离场。但在现实中，这样的水晶球是不存在的，所以对于股民来说，最好的办法就是不再担忧市场何时会发生反转，不再去关注影响散户决策的因素。企图预测市场的极端点位，是非常愚蠢的行为。

对于投资者来说，懂得投资的纪律非常重要。这意味着投资者应该设定自己想要达到的盈利目标，以及最大可承受的亏损比例。比如，如果一个投资者认为10%～20%的收益是令人满意的，那么他必须在达到这一收益比例时卖出股票，从而获得自己满意的收益，然后随着时间推移，按照这个指标反复操作。盈亏目标必须按照投资者的收益预期和风险承受能力来设定，但并没有一个固定的模式。当然，按照市场综合表现的趋势来设定目标，是个不错的方法。比如，在20世纪90年代的大牛市中，收益目标可以设定得更有野心一些。在这10年中，每年股价平均涨幅为18%，而且在1994～2000年期间，股价年平均涨幅甚至高达50%；而2008年金融危机，则将其之前10年的股票平均年收益率拉低至2%以下。

在快速上涨的市场中，严格设定目标并坚持遵守显得尤为重要，因为在这样的形势下，这些损益指标的起伏不定，会使投资者因为奢求那些炫目的收益而延迟卖出股票。这意味着投资者更有可能在暴跌来临的时候被套牢。

在牛市中，明智的投资者会不断变换投资组合，先变现盈利，然后再投资于股票或者其他资产。不可思议的是，在熊市中，获得小规模盈利变得很困难，而在股价大幅暴跌的时候，获得高额盈利却似乎更加容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易了。

价值投资者——投资于盈利能力稳定的公司，并准备长期持股的投资者，并不寻求赚取股票价差收益，此类价差通常是由各类“消息”或其他与公司主营业务表现无关的因素造成的。在股市上涨期间，价值投资者更愿意继续持有手中的股票。这种坚持虽然可以理解，但却不尽合理，因为他们完全可以先以符合估值的价格卖出股票，然后在价格便宜的时候再买回来，这样他们同样可以做到在这只股票上持续获利。

当市场疲软的时候，金融分析师们最常给出的建议就是购买那些所谓的“防御型股票”。此类股票通常是指那些公用事业公司或其他乏味的公司股票，这些股票虽然表现稳定，但却业绩平庸（这一话题将在本书第 8 章详细探讨）。可以肯定地说，求助于防御型股票对投资者来说完全是一种误导，因为在股价下跌的情况下，当其他板块出现许多物超所值的股票时，防御型股票的价格却显得坚挺，甚至会变得相对更加昂贵。

上面说了这么多，但都在回避一个问题：当投资者未能逃离危机漩涡时，他们该怎么办？几乎在任何时候答案都是：什么也不做。当然，在危机的高潮阶段抛售股票是很傻的行为，除非你是迫不得已；但是，一直坐视亏损也并非明智之举。1929 年的大萧条为我们提供了很好的经验：如果只是守着危机之前购买的股票不动，那么要等到 25 年之后才能解套，任何一个投资者都不会觉得这是个好主意。在这种情况下，已经没有什么更好的建议。一方面，有的投资者可能会考虑接受一定幅度的亏损，在市场出现反弹时卖掉股票；另一方面，有的投资者可能会转而相信：一般来说，股票价格的下跌会带动其他资产价格一同走弱，所以逃出股市可能只会使自己“才出狼窝，又入虎穴”。这一话题也将在本书第 8 章详细讨论。

繁荣与泡沫

20 世纪 90 年代的市场繁荣，只是股市高烧导致非理性投资者充斥市场这出历史剧的最新一次演出。这种非理性的情绪经常会在市场参与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者中间迅速蔓延，他们中的许多人在平时表现得都是非常理性的。正如本书第7章将要谈到的，投资者很容易被卷进疯狂和恐惧的浪潮中，从而出现大喜到大悲的情绪突变。这时，懂得市场心理比懂得经济定律更有用。

但是，只依靠心理学还完全无法解释股市中反复无常的行为。要理解从乐观到悲观的情绪转变，我们首先需要搞懂为什么市场会出现暴涨并形成泡沫。

经济学通常将泡沫定义为“资产的价格与其实际价值不匹配的情况”。这一描述非常不全面，因为价格与价值之间出现差异是经常出现的现象，按此逻辑，股市中将永远存在泡沫。因此下面这个定义更容易被大众所接受：

泡沫是指市场对于资产的估值过高，使得资产的运营收益与该资产价格的比例已经有违常理。也就是说，在泡沫期间，如果股价是该公司每股收益的100倍，那么很难想象投资者会在持有股票期间通过分红获得合理的收益。这时，投资者获利的唯一手段就是卖出股票并继续吹大泡沫，在此期间，没人会考虑资产的真实价值。

此外，尤金·怀特针对这一问题的观点也颇有价值，他指出：“当真实价值变得越来越模糊不清、难以评估时，泡沫就会产生。”

这个观点很有价值，但也略显偏颇，因为一个明摆着的事实是：在泡沫阶段，评估资产的真实价值并不是那么困难。因为当市场进入癫狂状态之后，价格与实际价值的偏差是非常明显的。

下面列出了市场繁荣时期的基本特征和成因。对于“繁荣学”的学生来说，这个列表的内容可能还不够全面，因为我希望在这里列出的都是最具普适性的特征。值得注意的是，这里所列的内容适合任何时代、任何地点。也就是说，自从世界上出现股市以来，这些因素就在各种市场中或多或少地存在着，期间也发生了或大或小的转变。

促成股市繁荣的因素

➤ 新趋势、新时尚或者新科技的出现激发了新的投资热情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 上涨的股价营造了乐观的氛围，造成了对股价进一步上涨的预期。
- 经济起飞提升了公司的盈利能力。
- 缺乏约束的过于自由的市场管制，造成新的投资机会，特别是在发展中国家新兴的资本市场。
- 为满足投资者的需求，大量增发股票。
- 新推出的衍生品为交易量的上升提供了巨大的空间。
- 股价上涨的速度远超过债权价格上涨的速度。
- 从政府到个人，掀起了谈论股市的热潮。
- 受到市场强劲表现的鼓舞，基金经理变得更加大胆，对前景更加乐观。
- 新闻中对于股市赚钱神话的描述吸引了大批新股民入市。
- 基金经理和专业投资者通过承担越来越大的风险，来努力维持高昂的利润率。

巨大的泡沫很容易形成，同样，也很容易破碎。“任何风吹草动都可能动摇投资者的信心，让他们抛售股票。这些投资者总是希望在崩盘前逃离，但最终却可能会把上涨时的利润都赔进去。”加尔布雷斯写道，“他们的悲观情绪会影响到那些单纯的投资者，后者曾经相信市场会永远上涨，但现在却因受到打击而慌忙抛售。很快，会有更多的平仓电话打来，而这也将会让更多的人选择抛售。就这样，泡沫破裂了。”

识别危机和恐慌

本书认为，每一次危机都非常相似。尽管不是每次危机都会出现单日股价戏剧性地下跌，但却都会在一段时期内出现股价的大幅下跌。

那么，市场的恐慌又是指什么呢？从某种意义上说，市场恐慌就像一头大象——显而易见却难以描述。不过，利用一些统计指标，我们或许可以给出一个定义。市场单日波动幅度为0～3%时，属于平稳状态，世界上许多股票市场通常单日波幅都更接近这一范围的低点而不是高点。当单日波动幅度进一步扩大，使股价下跌3%～4%时，就可以被看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做是市场出现恐慌的信号。而更加严重的恐慌甚至会使股价跌幅达到5%以上。2008年金融危机一个与众不同的特点就是，单日跌幅超过5%的次数比以往任何危机时期都更加频繁。不过，市场有时也会出现一些偏差，有时大幅度的单日下跌可能并非恐慌的结果（特别是在那些动荡不定的新兴资本市场），很快就会平息。这些下跌虽然没有引起后续的崩溃，但也可以被称为“恐慌一刻”。

许多小恐慌都源自政治事件，而非经济或金融因素，这些小恐慌虽然发生时看起来很激烈，但持续时间都很短暂。比如，1955年9月26日，艾森豪威尔总统心脏病发作的消息让纽约股市当天下跌了6.62%；1987年10月29日，华尔街再次变得神经紧张，伊朗袭击科威特油井的消息让股市当天下跌了3.92%。实际上，总统心脏病发作对于经济没有任何影响，而伊朗的袭击行动也没有成为又一场中东战争的导火索。

这些以及其他类型的恐慌将在下一章详细探讨，届时我将会对恐慌进行分类。而现在，还是先让我们来关注恐慌的本质，找出造成恐慌的一些因素吧。有关繁荣与危机动因的说法数不胜数，我把它们浓缩成了如下几条。

造成危机与恐慌的原因

- 市场上升过程中出现的第一丝忧虑。
- 新闻引起了对于那些“时髦”公司（它们曾为市场繁荣推波助澜）盈利能力的忧虑。
- 公司未能实现飞速发展。
- 股价开始下跌。
- 银行催收贷款，给那些以保证金或其他杠杆方式投资股市的人带来了压力，从而促进了股票的抛售。
- 市场在寻求政府支持，以及投资者在向专家或者其他什么人咨询下一步该如何做时，屡屡受挫，从而造成股价继续下跌。
- 丑闻和欺诈方面的新闻屡屡见诸报端，使市场中的恐惧进一步加深。
- 有关宏观经济、公司盈利等方面的负面消息集中发布。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

➤恐慌袭来，并且不断自我放大，造成股价迅速崩盘。

这些事件每次都会有规律地重复上演，虽然有时可能会少其中的一两个，但在大部分的危机到来时，这些事件都会同时出现。有关这一话题的详细讨论，请见本书第4章。

令人惊奇甚至难以置信的是，在历次大萧条——1929年、1987年和2008年——之前和之后的几年里，股价的运行轨迹几乎都是相同的。正如马克·吐温所说：历史不会重演，但却会出现相似的韵律。

图2-1由杰拉尔德·杜伊尔和盖瑞·桑托尼创作，他们在图中指出："两次大牛市都是在一年中的第二季度启动，都持续了21个季度，都是在一年中的第三季度达到顶峰，并且在这个位置上只保持了几天的时间。从达到顶峰到危机爆发都只用了54天，而且两次危机都从市场上平均卷走了20%的市值。"这些相似之处，远不能只用巧合来解释。

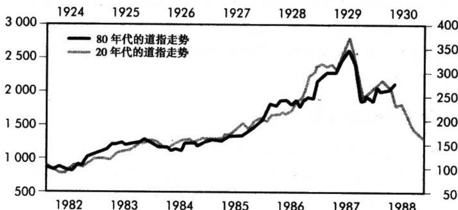


图2-1 市场在1929年和1987年表现出的相似韵律

资料来源：Gary Santoni and Gerald Dwyer, 'Bubbles or Fundamentals: New Evidence From the Great Bull Markets'.

识别信号

因为每个繁荣－衰退周期之间都有一些相似的地方，所以我们可以总结出一些具有代表性的预警信号，来帮助我们预测那些正在迫近的灾难。下面所列的这些现象，都对投资者具有预警指示作用：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 公司的负债水平比较高。
- 利息率比较高。
- 银行贷款迅猛增加。
- 高得离谱的市盈率。
- 兼并收购活动突然变得非常多。
- 新股大规模上市发行。
- 股价方面的新闻从报纸深处的财经版被提升到头版，或者成为新闻广播的头条。
- 有关新时代和新规则的言论开始泛滥。
- 股票经纪公司和投资银行不断扩大规模。
- 金融机构变得挥霍无度。
- 股市市值的增长远超过其所在国国内生产总值（GDP）的增长。

本书第4章和第5章将对这些预警信号给予更详细的解释和说明。而把这些现象在此处列出的目的是为了说明：没有证据表明危机是由无法预测的自然因素造成的。这里所说的预测并不是说要准确地说出危机将在何时发生，而是通过一些与历史上相似情况的比较，来判断危机是否已在酝酿之中。

以史为鉴

股市的历史有着非常明显的重复性，所以投资者要做到以史为鉴才是明智之举。查尔斯·金德尔伯格在其关于金融危机的经典作品——《疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史》（*Manias, Panics and Crashes*）中有一段关于格尼公司的精彩引述，该公司在1866年的“黑色星期五”危机期间倒闭，人们称之为由“不学无术的人”组建的公司。谈到该公司蒙受的损失时，沃尔特·巴基霍特表示，他们“行事鲁莽而愚蠢，居然认为一个从伦敦金融城融到资金的小孩子也会按期还款”。

那些“不学无术的人”在19世纪之后并没有从金融舞台上消失，而那些认为“在市场疯狂买入的时代，运营一家大型金融机构简直易如反掌”的观点，则更令人觉得可笑。然而，几乎每一次的繁荣之后，都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是因为丑闻、欺诈以及对于历史经验缺乏总结而导致衰退的。一些现代发生的事件揭示了洞察历史的重要性。

“9·11”事件之后，股市对此的反应在9月17日爆发，当天的成交量达到创纪录的23.7亿股。道琼斯指数下跌了684.8点，跌幅达到了7.13%。除去惊慌失措情绪带来的影响之外，这一天的跌幅至少可以排进华尔街历史上最大单日下跌百分比的前14位。

2001年，投资者最想要搞清楚的是，面前所发生的一切到底意味着什么。尽管官方发出的声音在极力阻止恐怖分子们摧毁股市的目的，但是当开盘的钟声敲响时，大摞大摞的抛单还是蜂拥而至，大家都猜测接下来形势会变得更糟。同时，也有一些人表示此时抛售并非明智之举。只有很少的一部分能够鼓起勇气建议大家在此时买进，而这才是可以真正做到快速盈利的策略。

那些所谓的保守派投资专家会推荐投资者关注防御型股票。那些遵循了这一建议的投资者会发现，自9月17日暴跌之后的两个月中，道琼斯指数上涨了10%，而公用事业指数——此类公司是防御型股票的主体，则下跌了12%（第8章针对市场恐慌期间防御型股票的表现做了更加详细的论述）。

恐慌的情绪控制了美国的投资者，随后迅速地在世界各地蔓延，似乎是在证明，过去的历史经验对于当时的投资者来说没有太大的实际意义。然而，当时的情形的确与1987年崩盘之后的市场表现有相似之处。对于美国以及其他各国的央行来说，一旦1929年大萧条的情景重现、流动性干涸，危机对于经济发展的损害程度将大大加深。因此，各国央行纷纷开始谨慎地制定计划，扩大货币供应量，增加信贷量，以减少危机可能造成的损失。这同时也表明，各国中央银行，正在从之前自己经历的危机中吸取经验教训，用以应对当下面临的市场恐慌，但是，这也提出了一个见仁见智的问题：在防范市场恐慌方面，哪些教训应该首先被吸取的？

我们很难想象，未来的恐慌会与过去发生的恐慌有什么大的差别。即使是投资者在关注历史经验方面最微小的进步，都可以使本节的核心观点更具说服力，但是，这样的证据非常难找。虽然历史从来不会对未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来给出精确的预测，但是忽视历史经验只能会让你对自己的鲁莽行为感到后悔。

1932 年 5 月，华尔街股市市值已经比 1929 年的最高点跌去了 85%，股票经纪人迪恩·怀特给自己的客户做了如下分析："未来只有两种可能的发展方向：混乱或者复苏。前者看起来比较愚蠢，如果混乱的状态持续下去，没有什么东西会保值，债券不会，股票、银行存款和黄金也都不会。"迪恩·怀特坚信复苏即将到来，并且认为"不出几年，人们将会认识到，正像 1929 年的股价高得吓人一样，现在的股价已经低得离谱"。这位股票经纪人的预测基本上是正确的，只是在具体的时间长度上有些偏差。

在股市中，时间的概念非常重要，因为作为一个群体的投资者看起来非常缺乏耐心。他们总是急于得到结果，而且最好是昨天就出结果。然而，市场总是需要相当的时间才能充分展示各种结果。

有时候，形势又会有些过头，使投资者过于依赖历史经验，认为之前发生的事情将被复制到未来。这与无视历史经验的做法同样危险，因为尽管市场会表现出周期性和重复性，但这种特性并不是每次都以完全相同的方式来展现。历史经验应该被当做宏观的战略指导，而不是具体的行动路线图。

非理性倾向

有些人可能会认为：随着股市职业化进程的深入，市场会表现得更加理性。50 年前，华尔街上 90% 的股票由个人投资者所持有。如今，个人直接持有的股票已经不到总市值的一半，而且这已经比 20 世纪七八十年代时个人持股的最低值有了较大的回升。本书第 5 章将详细探讨"大型机构投资者造成的市场买方力量集中，是否会让股市变得更加理性"。总体来说，投资主体的机构化似乎并不会带来市场理性程度的提升。相反，许多证据表明，面对危机时，机构投资者和个人投资者的反应和做法大部分都是相同的。

这让我们又回到了那个观点：无论投资决策模式有何不同，其都存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在着明显的非理性倾向，特别是当市场面临较大压力的时候。

除了容易恐慌之外，“诱惑”也是所有股票市场的“阿喀琉斯之踵”。正如英国著名的文学家奥斯卡·王尔德所说：“投资者似乎除了诱惑，其他任何东西都能抵御。”如果把诱惑从均衡市场中扫除掉，那么市场上的跌荡变化将会大为减少，泡沫和恐慌将会越来越少，市场将按照其最基本的套路运行。但是，股票市场是个高度综合的平台，其作用包括：融通资本、资本运作的中心、血汗钱的投资场所、类似于赌场的组织机构。这说明，盲目相信股票上市是实现企业经营扩张的理性选择，是不切实际的。同样，认为股票市场是个疯狂而又深不可测的地方（在这里，财富时刻在被创造和消失），也是错误的。股票市场其实是上述各项功能的综合体。股票市场包含很多种不同的因素，其对于投资者的影响差别很大，而且其作用的方向经常是矛盾的。因此，股市总是充满刺激，而且对于那些有能力在利益冲突中找到解决方案、领悟市场真谛的人，总是孕育着巨大的机会。一旦感悟到这一点，投资者就可以在股票市场上实现持续盈利。

这通常意味着聪明的投资者需要做一些其他人不愿意做的事情。在一次对德意志证券亚洲有限公司香港交易部的拜访中，我听到了另一种更加形象化的表述，一名叫做西蒙·赛德勒的交易员说：“当你想要指挥乐队的时候，就必须要背对着人群。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章
Chapter 3

恐慌的类型

理解股票市场恐慌的最好方法就是找到一套行之有效的标准，来对其加以分类。恰当的分类可以让你更好地理解恐慌的本质，让你更容易在恐慌期间减少损失甚至获得超额收益。本章列举了四种主要的恐慌类型，不仅对于历史上曾经发生的恐慌进行了分类，而且这一分类模式也有助于我们去理解未来可能会发生的恐慌。

进行这种划分的目的是要找出每一次恐慌的主要特征，然而，许多恐慌都不是只属于某一个类型，所以本章所划分的各个类别之间，存在着较多的叠合之处。

本章列出的四种恐慌类型如下：

- 假恐慌：由那些对于股市或者上市公司业绩没有实质影响的事件所造成的恐慌。
- 自发的或者经济景气周期结束造成的恐慌：此类恐慌也被称为泡沫破裂恐慌。
- 传染性恐慌：在某种程度上，任何恐慌都有传染性，但是此种类型的恐慌纯粹是由于被传染所致，而不是起于突发事件或者事故。
- 真恐慌：此类恐慌由经济衰退、公司业绩快速下滑等实质性利空消息所激发，是投资者产生忧虑的最合理的理由。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假恐慌

就让我们从这个最缺乏逻辑的恐慌类型开始吧，因为这种恐慌看起来比较简单，而且最容易应对。众所周知，股票市场中充斥着浮躁的人群，他们总是会对新消息做出过度反应，当然也会对那些原本对基本面没有任何影响的信息做出过度反应。

假恐慌总是很短暂，基本都是源自于对新消息的错误判断和反应，而这些新消息大多对于公司业绩没有任何影响。这种恐慌的例子有很多，我最常提到的是 1957 年 10 月华尔街股市下跌 9.9% 的那次恐慌，当时美国获悉，苏联已经在太空技术方面超过自己，成功发射了首颗人造地球卫星。当然，这一消息挫败了美国人的自尊心，而且在苏联人先进的太空技术面前，赤裸裸地暴露了美国人科技水平的落后。然而，苏联人首先发射人造地球卫星基本不会让通用汽车降低产量，也不会让可口可乐的销量有任何下降。与每次一样，即使最迟钝的投资者也很快幡然醒悟，快速下跌所产生的缺口迅速被补回。

虽然悲剧通常不会被草率对之，但股票市场有时的确会把悲剧事件转变为闹剧，对那些与股市完全无关的负面新闻做出滑稽可笑的反应。1915 年，一艘德国潜艇击沉了卢西塔尼亚号（Lusitania）皇家邮轮，这使得美国纽约股市下跌了 4.54%。对于这条新闻，如果投资者抛空船运公司的股票还算是情有可原的，但事实并非如此，所有股票几乎全线下跌，包括那些与船运行业不沾边的公司。

1991 年 1 月，当美国战机在“沙漠风暴行动”中对伊拉克实施打击的消息传来时，纽约股市股价暴涨，与前文所述的恐慌相比，这同样是毫无逻辑的，只是方向相反而已。在空袭开始的第二天，纽约股市上涨了 4.6%，在接下来的 10 天里，累计上涨了 8%。毫无疑问，所有美国人，包括那些参与股市的人，对于给伊拉克总统萨达姆·侯赛因这样的一记重拳，都感到欢欣鼓舞，但我们却很难找到空袭巴格达与提高公司盈利能力之间的逻辑联系。而且，即使这一轮上涨是基于公司业绩的提升，这也与伊拉克扯不上任何联系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果说市场对于空袭伊拉克的反应显得有些不合逻辑，那么1983年10月美军入侵西印度群岛的格林纳达（只有101 000人口）之后，市场的反应则似乎有些迟钝——纽约股市下跌2.7%。与据守在巴格达的政权不同，这个加勒比小国的政府迅速地屈从于美国人的意愿，按照华盛顿的官方说法是：独裁政府已经被迅速消灭。换句话说，入侵也可以被描述为一场胜利。但是，不管这些新闻背后的目的何在，投资者都没有必要对其给予任何关注。

1963年肯尼迪总统遇刺事件让整个美国陷入震惊，人们下意识地迅速做出了反应。消息爆出的当天，纽约股市下跌了3%，但在第二天却反弹了4.5%，并在接下来的3周时间里累计上涨7%。这使得肯尼迪遇刺成为造成恐慌时间最短的历史事件之一，同时也表明，总统身亡对于经济政策不会产生太大的影响，而对于公司经营更是根本不会产生影响。

虽然艾森豪威尔总统既没有遇刺也没有在任上去世，但是1955年9月，他突发心脏病的消息却使得纽约股市暴跌，其幅度甚至超过了肯尼迪遇刺。而实际上，肯尼迪对于美国民众心理的影响要远远大于前者。总统的心脏病让纽约股市下跌了6.5%，虽然股价的反弹速度远远快于总统的康复速度，但市场还是由此进入了一段低迷时期。

1982年的四五月间，英国与阿根廷爆发马岛战争，这也同样让美国的投资者感到忧虑，纽约股市为此下跌了2.9%。如今回想起来，我们仍然很难找到这场局部战争会对美国或英国的股票价值产生什么实质性影响，但如果战事以某种方式逐步升级的话，那么对于英国来说可能会产生更加明显的利空影响。

让我们再把视线投向地球的另一面，1950年朝鲜战争爆发的消息让纽约股市单日下跌了5%，并在之后的一个月内累计下跌了12%。这是冷战升级的一次标志性事件，受到了媒体的高度关注，也引起了美国民众的切实忧虑。然而，朝鲜半岛距离美国非常遥远，除了杞人忧天的观察家之外，人们都认为这场冲突的影响范围仅限于亚洲。随着这一认识的广泛传播，投资者的信心也得到了加强。在随后的3个月时间里，纽约股市累计上涨超过20%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市对于日本偷袭珍珠港的反应更加复杂一些。袭击发生之后的两天里，纽约股市下跌了6.5%，但是在之后的3周里，却累计上涨了4%。我们现在都知道，那次偷袭让美国卷入了战争，因此让投资者有了忧虑的理由。然而，纯粹从经济角度来说，战争的爆发是一次天赐良机，这一事件使当时的美国摆脱了已经持续10年之久的经济衰退。虽然主流的观点认为是罗斯福总统的新政结束了20世纪30年代的大萧条，但其影响力实际上远不及美国对日本和德国战争的爆发。第二次世界大战结束时，美国经济总量比1929年翻了一倍，公司盈利水平是1929年的2.5倍。然而，直到战争结束10年之后，股价才恢复到1929年大萧条之前的水平。按常理来说，股价应该随着受战争刺激的经济增长而上升。但股价的反弹只持续了很短的时间，对于战争的恐惧最终还是让股价大幅下跌。

与上文中类似的事例还有很多，在这些情形下，股票市场对于那些不可能对公司基本面或者股市运行方向产生影响的事件，都做出了不合逻辑的反应。而其他一些事例则没有这么清晰明了，其中最典型的就是市场对于2001年“9·11”恐怖袭击事件的反应。恐怖分子不仅袭击了美国的政治中心五角大楼，而且摧毁了纽约金融中心的世界贸易中心双塔。很难想象，这种情形对于那些在这个全球最大金融中心工作的人们会造成多么深重的伤害。而且，恐怖袭击还摧毁了股市运行必备的一些基础设施。这也使得纽约证券交易所被迫关闭6天，以确保再次开市的时候各系统都能正常运转。正如我们所看到的，自开市的钟声敲响的那一刻起，股价就开始直线下跌，全天最终下跌7%。全球各地的股市也延续着纽约的跌势，然而从逻辑上来讲，这是很难令人理解的，因为它们那里并没有遭到像纽约这样的袭击。

这次的暴跌之后紧随着一次快速的反弹，虽然期间的大部分抛售压力是当时的悲观情绪所致，但其中也有一部分是熊市心理的作用，这一心理状态在恐怖袭击发生之前，因受到经济景气周期结束的影响，就已经形成。那一轮的经济增长因互联网狂潮的退去而告一段落。对于股价估值过高的忧虑和恐怖袭击造成的影响交织在一起，由此而造成的恐慌不能简单地解释为不合逻辑，但有一点是可以肯定的，这一切都让市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变得更加动荡。具有讽刺意味的是，我们由此也可以推出这样的结论：在市场对于估值过高的高科技股票产生理性的忧虑期间，对于一些非理性因素的反应（比如恐怖袭击），实际上将会延缓熊市的下跌速度。这是因为，当对于恐怖袭击的反应看起来明显有些过度时，曾经决定抛售的投资者会选择重新返回市场重仓买入。人们对于恐怖袭击的反应如此短暂，或许正说明了投资者已经开始学会吸取历史上的经验教训。然而，对于这种学习态度的进步还不能过于乐观，因为我们必须看到，这种过度反应不仅发生在股票暴跌的时候，而且还会发生在股票快速反弹的时候。

在一项著名的研究中，大卫·卡特勒、詹姆斯·波特巴和劳伦斯·萨默斯（美国最具理性的财政部长之一，后来成为哈佛大学校长），研究了1941～1987年曾经影响股市的所有非经济事件。他们发现，在他们所调查的49次危机中，危机爆发当天爆出的消息对于标准普尔500指数平均造成了1.46%的涨跌幅。而在此期间，标准普尔500指数平均每天的涨跌幅为0.56%。

这里存在的一个问题是如何确定一条消息是造成恐慌的真实原因，还是仅仅碰巧发生在那一天而已。比如，几位专家在该项研究中注意到，纽约股市在1974年11月18日下跌了3.67%，其原因是：当天发布的数据显示失业率有所上升，一项新的煤炭采购计划被延迟以及对于有一次爆发中东战争的恐惧。最后一条原因明显是搞错了，其他两条则的确属实，然而，所有这些新闻或者其中的某一条是否真的是这一次暴跌（根据统计，其下跌幅度历史排名为第34位）的原因还有待商榷。

几位专家表示，非经济事件对于股票市场的震荡幅度没有起到太大的推动作用，当然，也肯定没有媒体向投资者渲染的那么严重。所有这些事件引起的动荡都只持续了很短的时间，其对股价的影响也是转瞬即逝。尽管如此，我们还是会发出疑问，为什么经历了这么多次的假恐慌，它却至今依然不断出现？

那些操控股价的人总是对新消息如饥似渴。是哪些种类的信息引起了市场的变化？信息过少还是相互冲突的信息过多，究竟是哪个因素在股价形成方面起着更重要的作用？对这两个问题，学术界存在着诸多争

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论。这些争论并没有引起人们太多的重视，因为双方提供的所谓经验证据都远远无法令人信服。不过，有一点是确信无疑的：无论是否与股票的基本价值相关，新消息总会对股价的运行产生影响。

我在伦敦一家报纸周末刊的商业版工作时，第一次悟出了这个道理。我得到的永远都是由公关部的同事筛选之后提供给我的花边新闻，而其他可能会引起焦虑的消息则被放在了工作日的报纸上。这么做的原因是当周一早晨开盘时，市场中的主力非常需要一些新消息来刺激市场中的交易。我们所提供的大部分信息都是不可靠的，但是，一旦这些消息被放在报纸上，在没有其他信息出现的时候，它们就总是会很快引起股价变动。股价的变动可能多半都是短暂的，但这并不重要。问题的关键是“变动”，只要股价出现涨跌，就会有人从中盈利。

市场主力的工作就是买卖股票，静止不动的操作方式在这里没有多少市场。同时，交易行为的发生总需要一个促动的理由，而新消息一直都是一个非常好的促动理由。因此，股价受到一些与股票价值无关的新闻事件影响而产生波动，也就不足为奇了。股市和股市参与者都有多动症，当市场风平浪静的时候，他们反而会焦躁不安，所以他们总是在寻找各种借口来采取行动。

种种经验表明，由那些与股票基本价值无关的事件引发的恐慌，都消失的非常快。最初你可能会猜测不会发生恐慌，因为投资者会把这些与价格无关的信息轻松撇掉，但股票市场实际运行的情况并非如此。重大的非经济事件往往会造就难得的股票投资机会，因为由此类消息造成的任何市场下跌，都会在不久的将来被补回。也就是说，假恐慌是个“大”买点。

自发性恐慌

从某种意义上说，所有股市恐慌都会因为不断地自我强化和延续而变成自发性恐慌，直到市场逐步恢复理智。在这里，自发性恐慌与经济景气周期结束造成的恐慌被归为一类，是因为前者大多源于经济景气周期末期的市场自我修正行为。这不同于那些因为市场对外部因素变化做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出反应而产生的恐慌。也就是说，此类恐慌是因为市场从大喜到大悲的转变而产生的。市场对于那些被赋予了新价值的行业或概念的极度追捧不会引起人们太多的警觉，因为当人们在多头方向投入过大的赌注而忘记下跌风险的时候，市场的自我调节机制已经被摧毁了。然而，这些新概念和新产品将会比市场对它们的过度追捧延续更长的时间。所以我们可以肯定地说，科技股泡沫的破灭并不意味着互联网的消失。相反，互联网产业将会加速发展，而那些曾被预言将随着这个产业一同发展的公司，则大部分已经消失或即将消失。有些公司的确具有很好的成长性，而其他那些拥有美妙概念的公司则不幸成为了市场狂潮的牺牲品。经济景气周期结束造成的恐慌是无情的，在淘汰劣质公司的同时，经常也会让一些高质量的公司受到牵连。因为当泡沫破灭时，市场的崩溃将会不分好坏地影响到每一家公司。

“泡沫”一词，在股票分析文章中多少给它所修饰的东西附上一些贬义色彩，带有非理性和草率的意味。然而，在大多数情况下，在某个投资领域爆发的热情都有其理性的基础。

最著名的市场过热的例证或许要追溯到股票市场形成之前，发生在我们现在称之为“商品市场”的交易中。这次著名的泡沫事件就是发生在 1634 ~ 1637 年的荷兰“郁金香狂潮”，将其成为后来市场狂潮的早期雏形似乎更为准确，因为推动郁金香价格上涨动力源自其未开花鳞茎的投机活动。当这些鳞茎盛开之后，也会有小笔的实物交易，但是成花交易的价格涨幅与鳞茎相比要小得多。在这次“郁金香狂潮”达到顶点时，出售的郁金香鳞茎折合成现在的价格超过 50 000 美元。

这场“郁金香狂潮”被广泛用于说明市场偏离自身价值的非理性行为。然而，彼德·加贝尔提出了一个与之不同的观点，他认为市场有着自我调节机制，原本识别郁金香价格的暴涨，但是却被市场的参与者们毁掉了。郁金香市场的供需法则中蕴含着理性的力量：稀有而美丽的郁金香非常珍贵而且短缺，这自然会使得人们转向竭力获得购买郁金香未开花鳞茎的权利，因为其开花之后很容易售出获利。但是，在远期合约易手的时候，投机很快成为了交易双方的主要目的，买卖远期合约的收益大大超出了交割合约标的物所带来的利润。此时，还是有实体的郁金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

香交易流通的。“郁金香狂潮”在1637年嘎然而止并不奇怪，与其他所有泡沫一样，其中隐含的骗局也是在泡沫破裂之前被戳穿的。

同样著名或者说同样臭名昭著的另一次狂潮是在1720年10月崩溃的“南海泡沫”，其被称为是一场巨大的价格骗局，但是拉里·尼尔却认为这种看法是对这一事件的歪曲。他认为，这一事件体现的“不是人性固有的弱点，而是金融市场在应对一系列创新行为的过程中存在的缺陷”。

南海公司由乔治·卡斯沃尔和约翰·布伦特在伦敦创建，二人以前都曾担任过股票经纪人，有着丰富的金融市场经验。他们向当时的英国政府提交了一份计划，其中包括将947万英镑的政府短期债务作价入股，建立一家新的股份公司。作为回报，这家新公司将获得与西班牙王国的独家垄断贸易权，而且令人惊讶的是，这家公司还将从政府那里永久性地获得每年576 534英镑的收益。这份合同的条款明显极度偏向于这家新公司，投资者也因此看到了这家公司巨大的盈利前景，纷纷冲入市场，抢购该公司的股票。公司股票上市仅仅6个月之后，其股价就上涨了10倍。

如果说有什么一夜暴富的捷径的话，那么购买南海公司的股票肯定算一个。厄立子爵在其当时的记事簿上写到：“政治家们不再搞政治，律师不再进法庭，商人关闭了店铺，有信誉的债务人背弃了债主，牧师抛弃了教堂，甚至女人们也抛弃了她们的自尊和虚荣！”这一公司设立模式迅速在英国和欧洲大陆的公司中蔓延开来，以各种名目的融资计划吸引投资，比如制作防海盗的船只等。在1720年6月发布的一份公司名单中，我们可以找到更多类似的融资计划，这些公司都被指控“妨害公共秩序”。其中，有的公司声称可以从铅中提取白银，有的公司声称将致力于改进肥皂的制作工艺，并制定计划研究如何将水银（汞）转化成一种延展性更好的金属。

这些虚幻公司的兴起与衰落，非常符合后面将要介绍的传染性恐慌的特点。正如前文所述，这些恐慌的类别并非各自独立、互不相干。每种类型中都潜藏着与其他类型共同的要素。当然，泡沫也具有传染性，但是自发性恐慌最为显著的特色还是其产生于股票市场所特有的结构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特点。

这并不是说股票市场的基本结构不合理，只是其很容易受到不确定行为的伤害；这也不是说在一个完全理性的经济体系中不会产生任何泡沫。“南海泡沫”也是如此，南海公司向投资者展示了一个非常有吸引力的盈利概念，同时还减轻了当时英国政府因为与西班牙之间的连年战争（1702～1713 年）而快速增长的债务负担。政府有充分的理由支持这一计划，将国债转变为股权，同时削减 900 多万英镑的欠款。整个计划看起来十分可行，因为其沿袭的是之前已经获得成功的一项政府债务削减计划的模式，后者是在卡斯沃尔和布伦特提出自己创意的 12 年前，通过东印度公司实施的。但是问题不在于计划本身，而在于新公司经营者融资的目的，他们把募集的大笔资金存入了自己的保险柜。最终，南海公司不得不向英格兰银行申请援助，但是此时，投资者已经是损失惨重。对于现代人来说，这一事件只是说明，一份合理的经营计划也会受到投资者的疯狂热捧，并由此造成股价令人目眩的暴涨。投资者把赌注压在了南海公司经营者保持股价上涨的能力上，结果公司经营计划的初衷也在疯狂的投机情绪中迷失了。南海公司倒闭之后，那些与其类似的在这场泡沫中涌现的公司也纷纷落马。回溯股票市场发展的历史，我们总是会遇到类似的现象：19 世纪 40 年代的铁路股票狂潮，20 世纪 20 年代由电视机、彩色有声电影等新发明推动的繁荣，等等。所有这些热潮既是经济发展的基石，也是股市泡沫和崩溃的祸首。20 世纪 20 年代，最热门的两只股票是通用汽车公司（General Motors）和美国无线电公司（Radio Corporation of America，RCA）。两只股票都在 1929 年大萧条期间崩盘，美国无线电公司的股价一度跌去了 98%。然而，这两家公司都安全度过了 1929 年之后漫长的萧条时期，当它们的经营状况越来越好时，却被那些“时髦”的投资者看做是毫无生气的老股票而抛弃在一边。

20 世纪末，我们再次目睹了一轮经典的兴衰循环——互联网泡沫破灭。这是所有年代中，股市增长规模最大、持续时间最久的一次繁荣，其间，道琼斯指数从 1990 年的 2 000 点上涨到 20 世纪 90 年代末的接近 12 000 点。大部分的增长发生在 20 世纪 90 年代的后半段，在此期间，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私营公司的业绩远远超过道琼斯指数的总体表现。比如，微软公司的股票在这5年中上涨了6倍；戴尔电脑公司的股价更加凶猛，上涨了93倍；英特尔公司像微软公司一样，被认为在高科技市场拥有垄断性的核心技术，其股价在这5年中上涨了1 900%。其他商业潜力远不如这几家公司的小企业，其股价上涨的幅度甚至更大。

这几家公司之所以会有如此的表现，是因为那是一个关注新概念胜过盈利能力的年代。众多“明日公司”都被描绘成拥有伟大的概念，并且会创造不菲的投机利润。美林公司的亨利·布罗基特（Henry Blodget），是当时华尔街的明星分析师之一，在20世纪90年代末正处于事业的顶峰，他主张投资者买入雅虎等领先的互联网企业的股票：“在预测公司未来的业绩表现时，不应该过于保守。”他说道（雅虎公司当时的股价为预期每股盈利的500倍），“真正的‘风险’是为了避免资金损失而错过一轮暴涨。”布罗基特后来在一项有关误导投资者的调查中成为了核心人物，这部分内容将在后面的章节详细介绍。

当所谓的预期利润被证明永远都无法真正实现时，一些人又迅速找到了掩盖微薄的实际盈利的新方法：上市公司在披露过去和未来的应纳税利润时，还会加上一个新的财务指标——EBITDA，其含义是指公司在缴纳利息、税款，计提折旧和待摊费用之前的利润额。这个指标非常有用，因为这些所谓的“新经济”公司都有着很高的财务杠杆率，利息等财务费用的支出会吃掉他们相当一部分利润。所以，从利润计算的公式中拿掉利息支出，将会让他们看起来具有更高的盈利能力。更有才的是，待摊费用也从公式中拿掉了，这可以让这些公司轻松抹掉所有在互联网狂潮中的投资损失。

虽然当时的股市中笼罩着浓厚的幻想色彩，使得公司的真实业绩难以看清，但人们投资于新经济还是有其合理之处的。显然，基于计算机科学技术在20世纪90年代蓬勃发展，这与19世纪的铁路大发展有很多相似之处，所以政府也应该像其在19世纪初所做的那样，对于这些新经济公司的债务进行重组。

随着盈利预期得以实现，高科技公司的热潮席卷全球，股价上涨到了离谱的水平，历史真的要重演了。20世纪90年代后半段，当高科技

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的盈利增长速度远远超过其他行业时，人们对它们也有了更高的期望。

不幸的是，市场开始认识到，有必要大幅向下调整高科技以及其他抓住了互联网热潮尾巴的公司的股价。这种调整在“9·11”事件之前就已经充分展开，但是，正如前文所说的，恐怖袭击事件一方面在短期内加重了市场下跌的压力，另一方面又在长期延缓了股市衰退的脚步。

每一轮经济周期都有一个终点，关键是你是否能洞悉这个终点何时会到来。一群擅长市场趋势分析的技术派专业人士认为，通过观察个股的股价、成交量以及大盘的走势图形，可以清晰地预测股票市场的运动趋势，从而确定何时买入、何时卖出。总体来说，技术分析派相信，通过分析过去的运行情况，可以预测股票市场未来的所有趋势。他们声称，你可以不去管市场涨跌的动机是什么，也就是说，他们不关注到底是心理因素还是诸如利率调整的基本面因素使得市场发生变化，而只在意市场在过去的运行模式。有些人认为，这是最接近市场实际情况的一种市场趋势预测方法，但却很少有人真的完全按照市场走势图上的反转点来进行投资决策。所以，这最多只是一个识别大盘趋势的好方法。

当投资者认为一轮经济周期的终点将要到来时，会借助常识来指导决策，并且采取合理的行动。如果他们在大牛市里已经大赚了一笔，那么他们可能会认为落袋为安的时候到了，尽管市场还在持续上涨。要做到这一点，投资者需要拥有足够强大的控制力，让自己不会因为贪恋更多的利润而不愿退出市场，直到股价走弱。

股市有一个规律：高速的上涨之后，总是会紧跟着高速的下跌。每个人都知道这一点，但是每当下跌来临的时候，总是有相当数量的投资者像被汽车头灯惊吓的兔子一样，凝视着下跌的市场，奇怪自己为什么还不逃跑。

传染性恐慌

按照定义，几乎所有股市恐慌都是传染性的。而本节所介绍的这个类别则特指那些完全是因为受到传染而产生的恐慌，换句话说就是，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些由于外部传染而直接导致的股票市场或某个市场板块发生的恐慌，与股市及个别市场板块本身固有的运行特性无关。传染性恐慌会从一个市场扩散到另一个市场，以混乱代替秩序。

许多大的股市恐慌都含有传染性的因素，这些因素决定着恐慌发生和传播的速度。这在史上最著名的三次大恐慌中体现得非常明显，在1929 年、1987 年和 2008 年，惊恐的情绪像野火一样，迅速燃遍了全球各地的资本市场。

虽然人们通常认为 1987 年大恐慌应该算是在美国爆发，之后才传播到其他国家和地区的股票市场，但是其中非常重要的一点是，这次恐慌最早是由日本传染给美国的。许多观察家都没有对这一事实给予太多重视，只有著名的对冲基金经理乔治·索罗斯抓住了这一重要线索。他指出：“1987 年 10 月，日本债券市场的崩溃对其股票市场提供了支持，投资者从债券市场撤出，转投股市，期望捞回自己在债券上受到的损失。这一变化拉大了债券与股票之间的价差。此外，来自日本的资金大批从纽约股市撤出，加大了纽约股市下跌的压力。”

当其他股市直线下跌时，日本股市只是短暂地下跌了一天，而且下跌幅度刚好符合日本法律所允许的水平。第二天，东京股市就开始了反弹，因为政府向各大公司施压，要求他们入市购买股票。在 1987 年的一篇文章中，索罗斯写道：“危机标志着‘经济与金融的主导权从美国转移到了日本’。”当时日本经济正处于繁荣时期，这可能是索罗斯得出这一结论的主要依据，但是后来发生的一系列事件证明，“日本主导世界经济”的观点与当下流行的“美国将永远统治世界”的观点一样，只是一种幻象。不过，索罗斯关于“日本资本市场的变化直接影响到美国，进而影响到世界其他国家”的论述，为研究 1987 年大恐慌的传染机制提供了一个有益的思路。这一观点既有趣又与众不同，因为在当今世界，通常都是美国股市决定着其他国家资本市场的脉搏，只有华尔街上发生的大事件才会对海外市场形成冲击波。实际上，说其他国家的资本市场大部分时间都是在追随华尔街的脚步，并非言过其实。

英国股市一直都是在紧紧跟随着纽约股市的波动起伏。这一点最明显的体现是在 2001 年“9·11”事件发生之后，华尔街上股市崩盘的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幕，丝毫不差地又在欧洲接续上演。然而，亚洲与美国资本市场之间曾经非常紧密的关系，被日本长达10年的股市低迷和1997年爆发的亚洲金融危机打破了。这使得中国香港股市变得异常动荡，但是在面临巨大压力的时候，比如“9·11”事件，香港还是会与华尔街保持同步。2001年，虽然受到了全球股市低迷的影响，但是日本股市仍然表现得异常繁荣，引起了广泛关注。一般来说，日本股市从20世纪80年代末至今的20年来，一直都是给人以停滞不前的印象，2008年世界金融危机爆发之前，才刚刚有了一些步入正轨的趋势。这一问题将在本书第8章再次提到，用以比较市场运行的连贯性和投资组合多样化的含义。此处提出的目的主要是为了强调大多数的传染源都来自华尔街。

这就是华尔街的威力所在，它几乎一直都是全世界股票市场运行的领导者。然而，有时候也会有短暂的例外。1998年，亚洲金融危机达到顶点，因为港币实行的是盯住美元的汇率机制，而美元汇率又对纽约股市非常敏感，所以香港恒生指数的暴跌打断了道琼斯指数螺旋上升的趋势，这在华尔街的历史上，是很罕见的。由此，我们在1998年看到了不同寻常的“尾巴摇狗”的现象。

虽然华尔街上的利好消息会推升全球各地的股价，但是其他市场上的利好消息却很少会反馈到纽约股市的股价上。即使像伦敦股票交易所这样的大型市场，当突然报出利好消息时，其对于华尔街的影响也非常小。在相反的情况下，这一规律似乎更加显著：发生在海外的大利空消息，会对华尔街造成轻微的震动，但也仅仅是轻微的震动而已。反过来，发生在华尔街上的恐慌则总是必然会迅速影响到全球各地的市场，即使后者当时的运行基础远好于华尔街。2001年9月发生的恐慌是对于这一理论的最好证明，因为当时欧洲股市并未像华尔街那样估值过高，而且公司的盈利状况也非常不错。然而欧洲市场还是随着纽约股市一同下跌，两者的反弹速度也基本相同。

世界股市出现联动趋势的原因可谓众所周知——经济全球化。股市中的资金变得越来越国际化，因此资金的分配过程往往是从一个市场撤出然后进入另一个市场。从一个市场把资金转投到另一个市场，不仅在技术上变得越来越容易，而且便捷的海外市场信息获取渠道也让投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于全球各地的市场变化快速做出反应成为可能。然而，对此我们不必过于激动，因为跨市场之间的互动影响，早在股市最早出现的那一天起就是存在的。比如，1846 年土豆遭遇病虫害，加之小麦歉收，造成了1848 年横扫欧洲的经济危机，其影响很快就传导到美国，当时，美国的铁路股票投机活动也已处于失控状态。1856 年，克里米亚战争（Crimean War）的结束成了又一次欧洲各国股市恐慌的导火索，再次引发了铁路股票的崩盘。1890 年，南美洲（主要是阿根廷）投机热潮的崩溃，在伦敦股市引发了强烈恐慌。

20 世纪五六十年代期间，股市危机此起彼伏，从而造成 20 世纪 70 年代中期货币大幅贬值，随着 OPEC 控制下的石油价格快速上涨，以及布雷顿森林体系的瓦解，全球股市几乎同时陷入停滞。各地股市的忧虑交叉传染，造成了股价进一步的下跌，并加剧了对于燃料价格上涨将会影响全球经济增长的焦虑。

然而，需要再次强调的是，这些股市恐慌的根源并非单单是其他市场的传染，只是因为其他市场的影响而使得自己的恐慌变得更加剧烈。如今，有些人草率地下结论说：全球化或多或少地促进了各国经济的同步增长。而这一说法的真正含义则是富国和强势的公司加强了对弱势一方的控制。从本质上来说，前一种观点是正确的，但是就本书来说，我们需要把这个观点放在股市的大背景下来考察，因为一小群基金经理坐在纽约或者伦敦手动操控世界经济，并非全球市场的真实写照。这一观点最热情的鼓吹者是马来西亚前总理马哈蒂尔，他曾指责 20 世纪 90 年代末的亚洲金融危机背后有西方国家操纵的痕迹。“可能没有什么阴谋策划，”他在 1997 年对一位世界银行的高管说道，“但是很明显，至少一些媒体和基金经理是在有计划地控制着事态的发展。”具有讽刺意味的是，一项有关亚洲金融危机期间马来西亚股市的研究表明，被指责为危机元凶的国外对冲基金，在危机爆发前，其投资组合仓位并没有太大变化，因此对于资金外流的影响应该是中立的。而且，世界银行关于整个地区的一项调查显示：在亚洲金融危机期间，本国基金公司撤出行为在亚洲国家货币贬值和股市暴跌方面造成的影响，远远大于国外投资者的撤出行为。与亚洲金融危机相同，对于 1994 ~ 1995 年爆发的墨西哥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融危机，人们也是把其根源归咎于外国资本的撤出。然而，国际货币基金组织的一项研究显示：最大规模的资本外逃恰恰是来自墨西哥国内。

亚洲和墨西哥金融危机的经验表明：不能简单地将一切罪恶和危机传播的元凶都归咎于全球化，尤其是在那些对恐慌非常敏感的新兴国家资本市场。有很多实证可以支持这一观点。许多基金经理把资金从一个市场转移到另一个市场实际上并不是那么容易。首先，监管机构会限制其资金移动的地理范围；其次，大多数的大型基金公司还是把主要精力放在了几个规模最大的资本市场，小规模的资本市场在流动性和操作空间上都难以满足大型投资基金经理们的要求。这也说明，之所以危机的传染更多的是局限在较小的地理区域内而不是在全球范围内蔓延，是因为大型金融机构玩家喜欢在特定的区域内而不是在全球各地移动资金。然而，对于资金从小型资本市场向大型资本市场转移的约束却是远远不够的，这使得很多时候，在其他市场已陷入麻烦的同时，华尔街却表现强劲。美国股市已经在某种程度上成为了避险天堂。不管怎么说，它给许多人留下的印象就是如此。

上面所述的各种因素，使得传染性恐慌大多在一个较小的区域内蔓延。亚洲金融危机就是证明这个理论的一个经典实例。1997 年 7 月 2 日，泰国政府决定让本国货币贬值，这也推倒了崩溃的第一块多米诺骨牌，危机迅速蔓延至整个东南亚地区。在危机中崩溃的股票市场包括新加坡股市和中国香港股市，这两个资本市场都要比泰国、印度尼西亚和马来西亚的基础更加坚实。危机爆发之前，这些国家和地区的股市都曾经历了一段高速的上涨期，股价达到了一个难以维持的高位。尽管如此，在 1998 年亚洲金融危机达到顶点时，对于这些股市在各种力量作用下的崩盘仍没有一个客观的评估。

亚洲股市的这一遭遇并不新鲜。就在 3 年前，拉丁美洲各国股市就曾遭遇过多米诺式的崩溃，其根源就是墨西哥金融危机让投资者认为南美洲各国的资本市场都非常脆弱，从而形成一个不断自我强化的预言。

这两个案例体现的实际上是一种“坏邻居效应”：在一个坏邻居的旁边，不管你盖了一栋多么好的房子，其市场价值都会因为受到当地主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流价格的制约而大幅缩水。同样的原理也适用于“好邻居”——那些处于投资热点地区周边的资本市场。后者刚好可以解释在20世纪80年代末到90年代初的那段歌舞升平的时期，亚洲各地股票交易所为何会表现得异常出色，甚至掩盖了其品质上的一些缺陷。但是，当光环褪去，好时光马上就被黑暗时期代替了。

有时候，恐慌会按照行业而非地缘传染。比如，一家银行的倒闭很快会为其他银行的股票笼罩上一层阴影，无论这些银行经营情况是好是坏。而且这种影响会让人们忽视这样的事实：一家银行的倒闭对于其他渴望分享其客户资源的银行来说是个好消息。行业或者板块式传染并非总是这样毫无逻辑，但却几乎总是被夸大。劫持并引爆多架飞机的“9·11”事件爆发之后，投资者按照逻辑推理认为，今后人们乘飞机外出的次数会大幅减少，于是决定标低所有航运业的股票价格。然而，这次恐怖袭击事件的主要后果却是促进了航空业的合并重组，并最终在行业内促进形成了更加强大的公司。那些睿智而又冷静的投资者会筛选出最有可能生存下来的公司，并以非常划算的价格买入它们的股票。

冷静的投资者也会以同样的方法来应对一场区域性危机，将目光投向那些在竞争对手纷纷落马出局之后，能够在危机中异军突起的蓝筹公司。

真恐慌

一个被传滥了的有关偏执狂的段子里说“不能因为你是偏执狂就说没有人和你一样”。同样的逻辑也可以用于形容真恐慌——不能仅仅因为别人正在恐慌中，你就没有理由恐慌。真正的恐慌起源于发自内心的对于经济增长和公司盈利水平的忧虑。如果公司盈利情况的确因为基本面的恶化而日趋下滑，那么投资者就应该清仓离场。在这里，我要再次重申一下真恐慌与其他恐慌类型的关系，因为在实战操作中，所有的类型的恐慌中都含有一定的理性因素。比如，泡沫破裂为投资者离场提供了一个很好的客观理由，但却不应该成为你在股价非常低的时候没有再次入场的借口。对于股票价值的客观考量常常隐藏在恐慌心理之中，甚至就是由于恐慌心理而产生的。然而，许多恐慌并不是因为对于公司业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩的忧虑而产生的，所以当这些忧虑真的出现时，你一定要认真对待。

一个关键的问题是，如何确定市场基本面在何种程度内变化，才不会对股票市场的心理产生影响。比如，1923～1924年的下跌使纽约股市随后温和上涨，1920～1921年的危机只是造成了中等水平的下跌，而1927年的微幅下调基本上没有对上升的市场行情造成任何影响。而在最近的几十年中，同样的情况还在不断重复出现。1960年的下跌对纽约股市影响很小，1981～1982年的萧条期间，市场的下跌幅度还不到中等水平。另一方面，1973年年底至1975年年初的暴跌则是在全球股市下跌60%～75%的中期才出现的。

英国股市的下跌尤其显著，1972年5月至1973年12月是其历史上最糟糕的一段熊市。在此期间，其跌了73%，但是，像其他国家和地区的股市一样，英国股市也是缓慢匀速下滑的，而且没有引起恐慌。这种现象非常有趣，因为这一方面表明股市可以反映经济运行的状况，另一方面又表明股市为了做到这一点，也可以不采取会引发市场暴跌的极端行为。

恐慌与经济衰退最完美的结合当然要算是1929年的大萧条，但是，历史又在2008年金融危机（该次危机引发的恐慌在第1章中曾做过详细介绍）中上演了一幕幕类似的场景。有些人认为，是股票市场本身的崩溃导致了经济的衰退。这么说固然是有一定道理的，因为股市危机导致的财富快速蒸发会迅速地影响到消费领域，并引发一轮经济紧缩。（此问题将在第9章详细探讨。）但这并没有说清全部的事情，那些认为“股市下跌仅仅只是对经济情况恶化的反应”的人，当然不会同意这一观点。因为如果继续推演下去，这一观点的支持者们就需要解释一下，股市为什么没有早一点儿下跌？股市在1929年10月崩溃，但是之前的整个夏天里，工业产值都一直在下降，而且其他一些经济指标也清晰地显示出情况正在恶化。市场参与者的投机天性加快了形势的发展速度，并最终酿成一场危机。各类基金非常需要来自制造业的投资，同时，服务业在蓬勃发展过程中结余的资金大批涌入股市，因此可以说，是实体经济在不断地为股市的膨胀输血。

一般来说，因为信贷被瞬间冻结，所以股市崩盘会让实体经济发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华章经典

更大的危机——放给公司的贷款被强行收回，基金也不再购买任何融资产品。不难理解，一次危机，比如股市崩盘，会不可避免地影响到更广泛的经济领域，但却无法解答“鸡生蛋还是蛋生鸡”的问题。历史经验表明，一般来说，股市并不是反映经济状况的最佳指示器，即使可以在某些方面发挥指示作用，其反应较之经济状况的变化也是滞后的。在本书的第5章和第9章，对于股票市场会在多大程度上反映经济运行的实际状况，将进行详细探讨。而在本节，我们只要知道，在程度最深、时间最久的1929年股市大萧条中，股价的暴跌伴随着许多经济因素的变化。股市的崩溃不仅让股价用了25年时间才恢复到危机之前的水平，而且也见证了20世纪最为复杂的一段经济衰退时期。正如我们在前面内容中所看到的，虽然股市在大部分时间里都了无生气，但却仍然出现了多个投资者可以从中获利的时期，甚至当危机程度不断加深时也是如此。

1929年被认为是20世纪持续时间最长的经济衰退的开始，而2001年9月则被认为是20世纪持续时间最长的经济繁荣时期的结束。然而，正如我们所知，这一次股市危机是源于“9·11”恐怖袭击，而不是对于经济发展前景信心的突然崩溃。而且，客观地说，危机本来应该更早一些爆发。一份由国民经济研究所（National Bureau of Economic Research）发布、由多位知名经济学家起草的报告指出：20世纪90年代的经济繁荣期应该是在2001年3月结束的，比股市的暴跌几乎早了6个月。2001年3月，美国的就业率达到了低点，工业产值自2000年9月以来持续下降，产品销售额也延续着2001年年初以来的下降趋势，而且其他一些数据也说明繁荣周期已经结束。然而，就在“9·11”事件之前的这段时期，道琼斯指数并未反映出经济的下滑趋势，一直在10 000～11 000点之间震荡（虽然不太稳定），高科技板的纳斯达克指数出现了较大幅度的下跌，但是这并非源自对于经济运行状况的忧虑，而更多的是由于互联网泡沫的破灭。2001年9月纽约股市暴跌之后的快速反弹，很清楚地说明：虽然已经看到了一些严正的警告，但是投资者仍然不相信整个经济形势已经陷入危机，对于经济的忧虑都是后来才出现的。因此，我们似乎可以得出这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论：2001年的股市恐慌更像是一次假恐慌，而不是一次真恐慌，尽管那些令人忧虑的理由都是客观、真实的——经济衰退，或者至少是经济增长速度的减缓。这并不是说，要是2001年一直保持泡沫状态而不破灭的话，就不会产生恐慌。

检视上述这些以及其他的恐慌，我们很难发现哪怕一次真恐慌。当然，在衰退和股市恐慌之间，不可能找出一个通行的互动模式。股票市场历史上最大的单日跌幅发生在经济繁荣时期——1987年10月。而且，当时很多人坚信，在危机爆发时，股价并没有被高估。詹姆斯·托宾诺贝尔奖得主，提出了一个非常有效地用于股票估值的比率）发明的一种估值比率可以有力地证明这一点，人们称之为"Q比率"。这一比率是将公司市值与公司固定资产和其他资产的重置成本相除得出的。发生危机之前，股价会持续靠近这一比率的平均趋势线。也就是说，通过股价与其背后所代表的资产的比值，股票得到了合理的估值。

股票市场不会反映出经济运行的深层现实，股市参与者关于经济前景的预期对于股票市场有着重要的影响。杰里米·西格尔在其拥有巨大影响的著作中揭开了投资活动的神秘面纱，他机敏地发现：当一条经济新闻发布之后，"投资者期望听到的和正式发布的消息之间的差异，会使得市场做出调整"。也就是说，即使投资者的预期是错误的，也无关紧要，因为这些预期已经被植入人们的思想，成为了市场的一部分，并且体现在了股价中。当出现与预期相左的信息时，市场就会出现相应的调整。这就仿佛是市场给自己做了一个茧，而且不断地强化自我、越织越密。只有在颠覆了之前人们对经济的预期之后，真实发生的经济紧缩或经济过热才会开始影响股市。经济增长是否真的发生了转变并不重要，最为关键的是人们的看法是否发生的了转变。

如果说很难找到可以证明是由经济增长导致恐慌的证据的话，那么要找到破坏性的非经济增长因素造成恐慌的证据则更是难上加难。事实的确如此，尽管的确有一些与股市密切相关的非经济增长因素曾经使得股价大幅波动。政治气候的变化会迅速地引起经济环境的变化，但是仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然有些重大的政治动荡并未在股市上引起恐慌。当政局变化发生时——比如1940年纳粹德国占领法国之后，纽约股市也随之大跌——股市的下跌只是例外，而不是常规。

如果假定真恐慌在本质上是不可靠的，同时，我们几乎无法辨别出那些只是因为对于公司盈利水平前景的担忧而产生的恐慌，那么我们就可以得出这样的结论：根本就不存在“真”恐慌这回事儿。市场在悲观情绪中使股价长期缓慢下跌，要比股价快速大幅下跌的次数更多一些。总之，真（短期）恐慌的发生是无法用固定的模式来预测的，因为在其他类型的恐慌中，都含有许多理性思考的成分。当然，真恐慌在未来还是很可能会再次发生。

怪诞的逻辑

可以说，大多数恐慌都反映着其所在股市的内在运行逻辑规律。因此，当信贷紧缩，或者开始实施其他旨在限制股市投资者追加投资能力的措施时，市场向下调整是理性的选择。这也是股市内在运行逻辑规律的一部分，其使得股市可以对特殊事件做出反应，比如股票计价货币的汇率变化。用于市场交易的硬件设施，也可以能会造成股市恐慌。比如，1987年股市崩盘在很大程度上就是由计算机交易系统造成的，该系统因后来十分流行的有价证券保险业务的开展而诞生，其基本规则是：股价上涨时，启动买入程序；股价下跌时，则做相反的操作。

上面的这些观点，可能会让那些认为“股市反映了经济发展的深层现实”的人感到有些不舒服。当市场变得过热时，市场的参与者很少去关注股价是否体现了其公司的实际价值。而且，对于盈利水平的变化，同样也很少有人注意。根据有效市场理论，这表明股价要发生一次大规模的调整。

假设上面这一理论的支持者是对的，而且股市完全已成为真实的经济运行情况的反映，那么股市将会变成可靠的经济运行情况的监督者。但是就目前的情况看，股市还没有做到这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杰里米·格拉汉姆，是总部设在波士顿的一家对冲基金的经理，他曾写道："我曾经相信金融市场是非常有效的，并依靠这一点不断发展。我当时真是傻得可爱……如今，我已相信，市场在各类资产的配置方面，是非常低效的。市场远非最有效的配置手段，其效率也没有提升的迹象；市场非常低效，而且每一天都变得更低效。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章
Chapter 4

恐慌周期

本章的题目如果换成“经济周期”可能看起来就没那么可怕了，因为发生市场恐慌的倾向或者说因素也往往来自于经济周期。然而，虽然股票市场的恐慌一般以周期性的方式出现，但并不是所有的经济周期都会导致恐慌的发生。我们这里讨论的目的主要是分析和了解一下经济周期的本质，并试图发现周期如何变化，或变化的程度为什么又和我们想象的情况不同。最后，我们尝试探究经济周期如何衍生出股市恐慌，又如何在欺诈或其他不良市场行为的驱使下被进一步放大。

每个人或多或少对经济周期都有一定的了解。繁荣过后永远都伴随着危机。可以说，股市危机和市场恐慌永远是市场繁荣的一对丑陋的孪生姐妹。尽管每次股市崩溃之前均出现过牛市空前的繁荣，但投资者却很难吸取教训，历史还会重演。1929 年股市崩盘的亲历者或参与者不会忘记耶鲁大学教授欧文·费雪先生的著名论断，他在 20 世纪 20 年代股市崩盘前的繁荣时期曾对股市的长期牛市发表过预测（这个预测是错误且可怕的），这个可怕的预测在很长一段时期内遭到了投资者的诟病。在股市崩盘之前，费雪写了一篇名为“股价已经达到了一个长久稳定的高点”的文章。从一个长远的周期看，他的论断是正确的，但在短期却是完全荒谬的。很难相信费雪不懂得市场的周期规律，不知道大繁荣后必将伴随着大萧条。看起来，在投资者的灵魂深处，早已有某种东西使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得他们乐于相信繁荣的年景会万古长存下去。

任何一个新兴市场出现的时候，幼稚的想法都会产生。在这方面，历史表现出了惊人的相似性。关于这个问题，我们可以从一本书的摘要得到鲜活的印证。该书名为：*A Short and Sure Guide to Permanent Investment in Railways: A Few Plain Rules*，于1947年出版，恰逢英国铁路投资热情高涨之时。相关的论述与20世纪90年代网络经济热潮（括号里加入的词语）极为相似。这个匿名为“成功的运营商”的作者写道：

> 很多人长期以来都对铁路持有偏见。因为他们将铁路看做是一个新奇的东西，而不能看成是一个系统。现在，我们必须将铁路看做是我们世世代代的唯一的公共交通体系。铁路一旦建成，以前任何的交通方式都要让位于引擎和火车。由此巨大变化涉及的资本筹措问题即便对于那些行为极为谨慎的投资者也是非常安全的。铁路的股票可能没有分红或非常少的分红，但对于熟知市场失败理论的人来说仍然是一次绝好的投资机会。

该书出版3年后，铁路类股票的价值跌去了近85%，绝大多数铁路公司倒闭，之后很长一段时间处于混沌状态，处理财务坏账的事情让很多人焦头烂额。19世纪中期的铁路投资热与20世纪90年代的网络经济热潮具有极大的相似性。

那些支持新生事物（甚至包括铁路和互联网等）的人会比较容易理解一句老话：世事无常，往复交替。虽然股市有时候并没出现明显的利空因素，但还是出现了快速下挫的现象，但这条类似哲学规律的老话基本上还是很适合描述股市的变化。比如，我们在前一章所讨论的，1987年股灾发生之前，股票价格还是比较公允的。然而，当时人们过分紧张于股价的过快攀升，而没能在股价出现下挫时对当时股价合理性的问题给予充分论证。因为一旦股价掉头向下，大家都急于奔命，无法顾及其他了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难以预见的动荡

至少在一个方面，市场恐慌的特点发生了变化。在19世纪，大多数股票市场的恐慌与银行恐慌交织在一起。虽然二者当前仍然存在紧密的联系，但这种联系再也不是自行产生的了。20世纪发生的几次股票市场危机都不是由银行危机引发的。当然，股市危机里面也有银行危机的某些因素，比如20世纪90年代的日本股票市场动荡和2008年的股市危机，但这些绝不是银行主导的股市危机。股市恐慌变得越来越难以预见，因此也更加危险。因为当今诱发股市恐慌的因素千奇百怪，股市动荡对经济体的影响也比早前更加广泛和难以控制。

2008年金融危机爆发后，调查团对危机后可能会发生的连锁性事件展开调查。20世纪的教训清晰地表明，市场崩溃之前总会有某种野蛮的投机活动出现，也许不是在股票市场，而是在其他领域。

1907年10月，股市出现了严重下泻，这次股灾仅仅在美国发生。股灾之后，咖啡市场又出现了投资狂热迹象，并且美国联合铜业公司垄断市场的尝试也以失败告终。1921年春天，英美市场的战后繁荣宣告结束，两个市场股市严重下挫，商品市场以及当时火爆一时的船运行业均出现了不同程度的萧条。我们都知道，1929年股灾爆发之前，股价达到了一个异乎寻常的高点位，同时，对土地的投机交易也空前盛行，直到股灾爆发前的第四年才结束。20世纪50年代和60年代早期，股市仍然处于低迷，投机主要集中在货币市场。这在全世界不同国家引发了一系列的市场动荡，各国之间的市场动荡相差至少1年。危机链条在1958年从法国开始，然后在1962年蔓延到加拿大，1963年到意大利，1964年到了英国。

总体来看，20世纪发生的股市动荡没什么戏剧性可言，但股价的波动较为剧烈。纳德·戴维斯做的一份关于美国市场的研究报告显示，最严重的股市波动出现在20世纪90年代，其中有4 494天的标准普尔500指数股价波动幅度超过了20%。这样的波动幅度几乎是20世纪80年代的两倍，并可能是空前绝后的。金融市场的膨胀，尤其在20世纪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的后一段时间，股价的大幅波动给国民经济带来了更大的破坏力。当然，获胜一方的投资者也获得了更大的收益。

波动

当今，股市的成交量比以前大多了。这从股市的规模以及通货膨胀导致的公司价值的膨胀可以看出来。另外，由于股票的换手率很高，交易频率增大，成交量的数据也会上升。1960 年，华尔街股票的换手率只有 14%。然而到了 1987 年，换手率就达到了 84%。另外，随着长期和短期利率的变化，单日内价格变动幅度也有所加大，股市的动荡程度因此加剧。所有这些因素似乎造成了股市波动更加剧烈，并且随着通信技术水平的提高，股市波动和利空消息之间也出现了互为加强的态势。另外，通信的更加顺畅好像使得本来对股市并不感兴趣的人也开始关注金融危机。但是，这种印象并不十分正确，今天的股票市场比以前平稳得多。金融危机与 19 世纪相比，爆发的频率也大大降低了。值得一提的是，在 1816 ~ 1866 年，几乎每 10 年就会爆发一次金融危机。杰里米・西格尔在其著作《长线投资》中写道，股价最大的波动期是在 1932 年。那一年，股价波动达到 65%，比 1964 年这个波动历史最低年度高出了 17 倍还多。他的研究还发现，在萧条期，股市的波动具有某种预告性，这与股市膨胀期完全不同。在萧条期，平均年波动率大约为 23%，而在股市膨胀期，波动幅度小于 16%。

1932 年股价波动的历史纪录在 2008 年得到了终结，2008 年股价波动幅度达到了 70%。然而，是否这次全球金融危机会在新千年继续保持股市的波动纪录还不得而知。自从 1929 年危机之后，股市波动相对温和得多了，只是在 20 世纪 70 年代出现了波动幅度上升的趋势。但即便在 1974 年 10 月，其波动幅度在华尔街历史上也仅仅排在了第 46 位。尽管 1987 年的股灾堪称历史上罕见，但 20 世纪 80 年代的波动幅度在波动排行榜上仍排不上座位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

崩溃的原因

股市繁荣—崩溃的周期在整体上影响着市场，并与某种特殊的交易联系在一起。然而，所有的这种周期存在着共性。发现股市周期的特点并探寻原因是学术研究的任务。现在让我们了解一下相关的研究观点。

尽管大家都知道经济周期，但没人能够对经济周期做出预测。假如真的存在某种机制，能够对经济周期的各个阶段以及市场恐慌做出精准预测，那么一定会有很多人凭此技术发家致富。

凯恩斯在这方面做过研究，并有些成果。他不针对经济发展趋势及相关阶段做预测，而是就人们面对影响市场走势的新闻的反应加以关注。预测投资者的反应看起来不具有什么科学性，但却容易实现。因为人们面对市场信息的反应模式比较容易识别。投资者行为模型与既定的相关消费者反应模式更为接近，所以这项工作就比较容易了。当市场恐慌发生时，投资者的行为模式就更容易预测了。本书第7章将就该问题进行更为详尽的论述。

在关于经济周期的各种理论中，最广为人知的是货币理论。该理论认为，经济周期与经济中的货币流量具有同步性。米尔顿·弗里德曼，这位货币论的创始人坚持认为，一国经济的运行状态是与货币供应水平直接相关的。从20世纪的三次牛市行情便可以看出，每一次牛市行情之前，都出现了货币发行量的高峰。1919～1929年，货币年增长率达到了3.9%，而美国股市在1923～1929年间，升幅达到了333%。日本股市在1983～1989年间的涨幅更大，达到了387%，而该国的货币供应量在1980～1990年间上升了9.1%。美国股市牛市行情从1994年一直延续到2000年，股价升幅达到320%，而年度货币供应量增幅从1980年到1990年也达到了4.1%。

弗里德曼说："货币供应量走势与经济周期变化之间的联系远远不局限于上面的三个时期。"经济上的每一次大萧条发生之前或大萧条过程中，都出现过货币供应的骤然下降。货币论的拥护者只需通过观察货币供应的变化，便可预测出股市可能出现的所谓涨与跌。当然，货币供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应问题并不是货币自身能够决定的，要依赖于国家的各种经济调控政策。政府一般都倾向于使用货币政策调控经济活动。在经济繁荣时期，政府会通过相对紧缩的货币政策给经济降温，而在经济不景气时，则使用积极的货币政策，助推经济向上。

而一旦货币供应不可持续，骤减或出现流动性困难，经济危机就不可避免地发生了。这种情况在1929年、1987年和2008年均出现过。并且，随着货币供应的减少，市场利率也会上升。这对于那些通过借贷资金进入股市和衍生品市场的投资者来说具有明显的紧缩效果，也抑制了正在考虑通过借入资金博弈股市的投资者信心。的确如此，股票价格与市场利率之间存在着一种类似于膝跳反射的作用关系，一旦宣布利率提高，股价瞬间便出现下降。而股价下降的原因有很多，股价下降则不一定就带来市场利率的上升。然而，股市的参与者对这种膝跳反射早已司空见惯，很容易理解和接受。

彼得·斯派对该理论作了进一步的发展。他认为，在众多影响股价的因素中，利率是最为重要的一项。除了对在货币市场上的借款人带来的直接影响以外，利率变化也会影响公司部门的利润，尤其对负债率较高的企业而言，虽然它们能够很快调整其他成本支出，但无论如何也难以在短期内调整高杠杆负债状况。利率变化引发的借贷成本的变化最终会影响到公司的股票分红，所以股市投资者更要关注利率变化，因为利率最终要通过分红影响到股价。

如果利率突然上升与公司资产负债表恶化两种情况同时出现，那么公司经营状况引发的市场恐慌就不可避免了。1940年5月，英军从敦刻尔克撤退，由于担心纳粹会取得最终胜利，股市出现了异常的恐慌情绪。虽然这次恐慌主要来自政治方面的不确定，但随着利率的上升，公司经营状况的不断恶化也加重了这次恐慌的程度。1940年5月末，随着利率上升引发的市场恐慌，股价出现严重下跌，跌幅达到了22.6%，该幅度已超过1929年10月股灾爆发时的程度。

高利率并不一定立即给股市带来问题。在牛市行情的最高点，利率高企也是比较普遍的现象，但此时的高利率只是一个预警信号。一般情况下，利率上升与风险增大同步。如果资金贷出方认为个人与企业的风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险增大，并且觉察到整个经济环境的风险在不断累加，那么上市公司的股东便应该认为这就是一种危险的信号，股票市场很快就要出现问题。

如果在高利率的市场环境下大规模举债，上述情况就更容易发生了。在炒作过热的市场更是如此。1929 年大股灾爆发前，经纪人贷款陡增，经纪人为了赚取更多佣金，大量向股市投资人贷款，这在某种程度加重了股灾的破坏力。20 世纪 20 年代初，平均贷款余额为 5 亿 ~ 10 亿美元，到了 1926 年，该数字上升为 25 亿美元，第二年又上升到 35 亿美元。在股灾爆发的前一年，即 1928 年，贷款余额达到了约 60 亿美元之多。1987 年和 20 世纪 90 年代股灾爆发前夜，类似的贷款爆炸情况也无一例外地发生过。尽管可以在利率变化与股价变动之间设立一个映射关系，但我们却无法预测利率的变化，所以这种映射关系也无法用来预测股价的变动。通过这种方式预测股灾更不切实际，因为那些突然、大幅的利率变化要么在股灾之前瞬间出现，要么在股灾之后随即发生。在任何一种情况下，我们都不可能有足够的反应时间。

利率提高时，股东得到的分红变得没什么吸引力。因此，在理论上，利率上升期正是退出股市的好时机。20 世纪 50 年代以前，一个观点认为股票分红应该高于债券收益率，否则就没人花钱买股票了。更高的股票红利应该是股票持有人承担高风险的一个利益补偿。然而，1958 年美国债券市场的债券收益率曲线上升到股票收益率曲线之上，并从此保持了高于股票收益率曲线的状态（几次明显的例外情况除外）。尽管这种情况在当时有些出乎意料，但人们很快就习以为常了，因为投资者越来越不关心股东分红的多少，而转向股价上升带来的资本利得收益。的确如此，随着股价的不断飙升，股价本身变化导致了每股分红的不断减少。这并不代表着公司利润的减少，反而在这段时间公司盈利水平也在提高。但因为股票分红率表现为每股盈利和股价的比值，所以随着股价的提高，股票分红率不断下降。在现实情况下，对于投资者而言，只要股价在上升，资本利得水平不断提高，每股分红的减少也没什么大惊小怪。所以，虽然市盈率水平也是牛市的一个重要参考指标，但投资者对该指标也不太关注。

随着股价的不断攀升，股票代表的商业利润增加，虽然这种上升的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅度可能较慢，但公司投资（正如我们将要看到的，不一定是资本类商品）的动力加大。此时，投资者更乐于借贷，以将更多的资金投入股市获得股价上升带来的资本利得收益。投资者对资金需求的不断增长催发了利率的继续上升。在这种情况下，各种固定收益类投资品受到影响，尤其是债券，随着股价的攀升，债券投资收益曲线不断下行。经济周期的拐点由此产生，市场恐慌情绪加重。在很大程度上，债券价格反映了资金借贷市场的供求状况，一般会在股价变化之前达到最高点。股价变动在资金借贷市场发生变化之后才能发生，因为进入股市的资金大多数都需要信用来媒介，所以股价达到顶点的时间一般相对靠后。

债券价格的主要指标一般为30年期美国国债价格（英国最相近的指标为10年金边债券价格）。尽管美国政府在2001年10月宣布不再对30年期美国国债标价，但该价格在某种程度上仍然是市场中的一个价格基准指标。在20世纪的后30年，30年期美国国债收益率一直平均在8%左右。很多市场研究人士认为，债券收益率下降到6%将是股市出现更大波动的明确信号。的确如此，当20世纪90年代的牛市行情开始掉头向下时，美国30年期国债收益率骤然下挫。在2000年全年，债券收益率更是跌到了5%的水平，并且在“9·11”恐怖袭击事件发生前，该收益率进一步跌至4.5%左右。与美国国库券收益率跌幅比起来，美国长期国债的收益率变化要温和得多。美国国库券收益率在2008年9月中旬跌至0.3%，该数据创造了国库券收益率自1954年以来的新低。

像其他货币工具一样，债券收益率本身并不是导致危机的原因，只是反映了政府的政策，反映了市场需求和市场状况，而这些政策和市场状况才是市场恐慌的诱发因素。这也是货币政策制定者为何更多地运用市场利率进行经济干预，并控制货币供应量的原因。在20世纪整个90年代的股市繁荣期及之后的一段时间，前任美联储主席格林斯潘定期通过措辞谨慎的市场预期和指导对世界股市不断施加影响。在其极富个人魅力的言语当中，他与世界分享全球经济状况和市场形势，并就经济走势做出谨慎预测。然后市场期待的东西发生了，美联储就市场利率上升或下降的政策新闻也随之而来了。而当20世纪90年代的网络股泡沫破裂时，格林斯潘在2001年又通过多次发布下调次级房贷利率信息来刺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

激市场回暖。

格林斯潘的精彩论述俨然已使他成为广大投资者的导师。然而，即便有很多人认同格林斯潘的观点（在历史上，有几次利率的重大变化并未对股市带来影响），但格林斯潘恐怕是通过利率来影响股价的最后一人了。另一方面，必须承认，美联储通过对利率的多次调节的确对股票市场起到了积极的推动作用。

经济周期的阶段

一般而言，投资者会对市场利率谨慎观察，并就利率变化对公司盈利能力的影响做出判断。在这种情况下，投资者行为并不会导致市场恐慌的发生。正如我们看到的，市场恐慌多数来源于市场运作机制本身。粗略地讲，当股市的繁荣程度无法持续下去，掉头朝下“跌跌不休”的时候，市场恐慌就来临了。查尔斯·金德尔伯格在《疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史》中提供了一个有用的方法，该方法可以对导致恐慌的各个阶段进行跟踪。金德尔伯格的方法基于货币理论家海曼·明斯基的模型。明斯基对于大规模举债买入投机资产，然后再出售的交易模式后果作了重点说明。换句话说，他对大量介入资金投入股市的行为作了详细的分析。他也将这种情形看做是恐慌爆发前的最后一个阶段。

下面的文字是对恐慌周期各阶段的描述，这是基于明斯基和金德尔伯格的研究成果并做了适当修正。

第 1 阶段

经济周期开始于某种对经济系统的冲击，这种冲击往往会给至少一个经济部门带来重要的发展机遇。这可能是一次外部冲击，比如一场战争，或者一个与经济活动紧密相连的事件，比如铁路的发展，或近年来的国际互联网的兴起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2阶段

该阶段开始于经济繁荣，然后随着银行的信贷扩张，货币供应量增加，繁荣的动力增强（弗里德曼的重要观点）。

第3阶段

随着手中现金持有量的不断增多，一种被亚当·斯密称做“过度交易”的情况随即出现。“过度交易”指的是这样一些事件，比如由于期望未来价格上升而进行的大量投机交易，或者通过保证金买人投机资产而导致的高杠杆融资等。

第4阶段

通过进行投机交易获取可观利润的消息瞬时传遍整个市场。金德尔伯格说，很多人在看到别人致富之后也会去模仿，或者至少改变自己的某些观念，转而行动起来也去寻求致富的道路。这样，每个人都会在对财富的憧憬下效仿前人，股市泡沫因此产生。这时，即便那些以前根本没有考虑过投资股票的人，也会义无反顾地冲进股市。

第5阶段

当股票的新闻登上非财经类报纸首页的时候，真正的危险恐怕就要到来了。在20世纪90年代股市繁荣期的最高点，一幅共同基金的图片赫然登上了《花花公子》杂志的封面，预示了危机的爆发。当股市的报道取代了那些衣衫朦胧的美女，登上了杂志的显著位置时，如果不是逻辑出现了问题，那一定是真的要出事了。

第6阶段

大量非专业投资者的出现，不仅扰乱了股市秩序，并且导致大量新股的发行。在流动性过剩的资金背景下，新股纷纷涌出来，以股市当前高企的价格疯狂融资。同时，衍生品也出现了交易的高潮，那些经验丰富老练的投资者此时会对衍生品喜爱有加。从本质上说，衍生品交易是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保证金杠杆交易，这种交易产品的增加无疑提高了市场的投机性。当股价下跌，衍生品投资者不断通过补充保证金来保持头寸时，提供保证金贷款机构的压力又增加了。这种情况下，贷款机构要么提高利率，要么强制收回贷款。

第 7 阶段

随着泡沫的不断膨胀，股市越来越脱离其所代表的真实资产价值。

第 8 阶段

诈骗、违规以及其他不合规的事件开始出现。即便这些还没有立即引发市场恐慌，至少也是一种先兆了。后文将对此详细讨论。

第 9 阶段

事态发展到这个时候，机智一点的投资者开始意识到该退出了。而新手还摸不着头脑，会继续停留一下。随着大量投资者的撤出，不断上涨的股市开始刹车，价格上升趋缓。这种情况一旦发生，变现的趋势就不可逆转。股价进一步下跌，抵押品价值损失增加，银行催收贷款更为频繁。

第 10 阶段

此时，市场的颓势开始全部展现。即便那些铁杆做多的投资者也意识到大势已去。在这种情况下，当还有部分投资者憧憬美好未来的时候，大部分人已经开始全力撤退了。这个阶段，可能会出现某种代表性的事件为投资盛宴画上句号，比如出现了某家银行的倒闭，或某诈骗事件的败露。

第 11 阶段

银行破产或诈骗丑闻的出现会加速资金撤离，并增大了投资者对资产的厌恶情绪。即便是那些易于忘掉苦恼的人，也很难彻底忘却他们的钱如何从所谓的高科技资产突然变的一文不值，真的像逗号这个符号

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样。

随着恐慌的继续蔓延，某些机会又随之产生。由于价格不断探底，重新做多的市场动能又重新出现（我个人的观点是这种行为发生的时点更为靠后）。其次，监管者也可能出面干预，对市场下跌深度进行监管层面的限制。另一方面，最后贷款人也会安抚投资者，比如说市场上的流动性充足，不必担心。如果以上的情况出现，市场压力会减小，因为投资者不会那么担心了，他们的情绪会重回稳定。

政府的作用

我们在第1章看到了2008年经济危机后政府干预市场的力度。我们也讨论了虽然这次危机程度之深，波及范围之广是史无前例的，但政府应对危机的手段并没有什么本质上的变化。几乎在每次市场恐慌发生时，要求政府出面救市的呼声不断。然而，政府往往会谨慎应对这种救市的要求。此时政府的反应非常关键，会对下一次周期的进程产生重大影响。如果政府的营救见效了（如1987年那样），大量的资金注入市场，缓解了流动性枯竭的局面，那么成功就近在咫尺了。而一旦政府没有救市，或者救市的方法和力度不够（像日本政府自20世纪90年代早期采取措施的方式），那么政府无论如何也要背上骂名。

然而，迫使政府出面的呼声高涨，即便那些自由市场的追随者也开始要求政府有所为。他们会说，市场的混乱与恐慌正是某种对市场产生扭曲的因素导致的，因此清除这些干扰因素的政府行为非常必要。但是另一方面，自由市场经济的铁杆信奉者又会站在另一边，他们相信市场自己会解决掉所有的问题，任何外部干预在他们看来无异于画蛇添足。

他们会有足够的理由证明外部干预的无效。正如我们从弗里德曼的观点中看到的那样，货币主义学派一直认定1929年的大危机正是美国联邦储备银行限制了正常的货币供应所致。出乎意料的是，弗里德曼也会认为有时候政府的救市行为恰如其时，比如危机后政府回购债券，向市场注入流动性。另一方面，金德尔伯格认为政府几乎不作为，或者行动的时间太迟了，将流动性从市场的其他部分挤压出来，加重了经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

萧条。

最近的关于有争议的政府干预行为更具有代表性，最为著名的要属1987年危机后中国香港特区政府的干预措施。当时香港当局关闭了股市交易，将股市动荡与其他经济部门隔离开。然而，这种措施无异于饮鸩止渴，当重新开市时，股价进行了报复性的下泻，下挫幅度超过了任何其他国家的市场。

当时批准采取闭市措施的官员可能不知道这种行为在其他国家也是以失败而告终。1873年9月纽约股市关闭造成了灾难性的损失，1914年第一次世界大战爆发后欧洲股市的关闭也付出了极大的代价。关停股市交易作为一种应对危机的方法很少被使用，原因很简单，通过关闭出口达到封闭压力的措施在出口打开后必然遭到报复性的惩罚，压力在疏不在堵。美国“9·11”事件后关闭股市另当别论，因为这次关停股市并不是政策制定者计划行事，而是恐怖事件造成了股票交易无法正常进行所致。但是，无论是飞机撞击导致交易无法进行还是政策层面要求，纽约股市在8天后交易的首日就出现了7%的下跌。

再来关注一下中国香港的情况。香港当局似乎并没有从历史中吸取教训，港府在1998年后期试图通过将香港市场与其他亚洲市场隔离的方式规避亚洲金融危机的影响。当时，港府在一天之内动用150亿美金买入蓝筹股，股市下跌势头得到一定的遏制（虽然这并不是政策的目标）。然而，自本次干预后，中国香港股市的表现相较于亚洲国家其他市场表现低迷。在某种程度上，这正是源于港府对市场的过度干预所带来的市场超调结果。

在亚洲其他国家，国际货币基金组织在1997～1998年亚洲金融危机期间推出了诸多带有附加条件的救援和指导安排，基金组织的行为在很大程度上损害了这些市场的自我恢复功能。基金组织通过杠杆性融资实施救援计划，基金组织强调，亚洲国家相关政府必须执行紧缩性的货币和财政政策，以便于在救援资金到位前营造出一个良好的宏观经济环境。在这些遭受危机冲击的亚洲国家，公司部门的债务比国家外债严重得多，国际货币基金组织开出的药方存在原则上的错误，所以，基金组织的指导方案加剧了金融危机的程度，更多的公司宣布倒闭，经济秩序

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更为混乱。

另一方面，国际货币基金给包括印度尼西亚和泰国在内的一些南亚国家提供最后贷款。如果得不到基金组织的流动性支援，这些国家的金融体系几近崩溃。所以，基金组织的所有贷款都附加了前提条件。在借款人处于完全弱势的情况下，基金组织掌握了全部的话语权。所以，考虑到基金组织贷款的重要性，说基金组织向这些国家强加了很多条件或许也有些冤枉吧。另外一些对基金组织的批评主要针对于干预行为本身。这种观点认为，基金组织根本不应该干涉这些国家的市场，因为它们应该自食其果，干预措施延缓了这些国家的经济结构调整进程，不利于避免下一次经济危机的发生。

这种观点不仅仅在这些出现经济危机的亚洲国家适用，也适用于其他一些国际经济组织对拉丁美洲以及其他国家提供的援助行为。这种批评的逻辑更适合美国政府对美国长期资本管理公司的援助。这家著名的对冲基金公司在 1998 年 9 月险些破产，纽约联邦储备局当时组织了投资者组成的财团向该公司注资 34 亿美元，将长期资本公司从破产的边缘拉了回来。政府想撇清自己的参与，否认是一个团队拯救了长期资本公司，因为自己在其中仅仅起到了一个组织者的角色，而不是投资人。然而，不可否认的是，如果没有政府的出面，出资集团很难组建起来，长期资本管理公司也很难避免破产的命运。

美国政府也难以否认在 20 世纪 80 年代斥巨资挽救了几近破产边缘的储蓄贷款协会。当时，里根政府长期执行放松监管的经济政策，这刺激了个人和金融机构不假思索地大量借款和放贷，经济问题由此产生。里根的政策给广大美国纳税人留下了高达 2 000 亿美元的税负负担。可以想象，如果没有政府的出面救助，美国当时一定陷入了严重的金融危机，并会很快地从股市波及其他市场。有趣的是，虽然每次政府干预之后，对政府的批评之声不绝于耳，但没有任何一个批评家建议政府坐视不管，让前面提及的亚洲国家和拉丁美洲国家坐以待毙，任凭美国股市自由落体般地快速下跌。

这可能就是问题的所在。当市场开始出现危机和恐慌情绪时，很多人会坚持通过自由市场看不见的手让市场自我恢复平衡，但当危机逐渐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加重，危及后果愈发严重时，这些反对政府干预的人便会突然消失得无影无踪。

所以，大多数危机的最后解决办法一般都是政府的干预。主要措施会包括向市场注入资金（如 1987 年和 2008 年）、政府出面调停关系、通过市场上的其他组织提供资金支持（如美国长期资本管理公司危机的救助方式）。实事求是地讲，完全不借助外部干预，全部通过市场自身的力量走出危机的办法确实少见。在市场出现深度大跌后，不借助政府干预，市场自我恢复平衡的观点与那些经典理论一样缺乏操作性。很难想象完全放任自流的危机解决办法如何得以实现。

相反的过程却不是这样。当市场上升时，监管当局很少出面干预。即使市场快速上升，缺乏根基的情况下，政府也会按兵不动。大家可能还记得 1996 年 12 月 5 日格林斯潘曾经讲过的一段话，他说当时的牛市完全是失去理智的投资者演绎的一个投资盛宴。他的这段话暂行性造成了股市的下挫，从东京到香港，直至伦敦。他做出上述评价的当日，道琼斯指数跌幅达到 2.3%。然而，除了利率风向标的变化，美联储主席对市场的评价没有引发任何全面的政府干预措施，更不用说那种在 1987 年股灾后成立总统特别委员会的行为了。在股市价格不断攀升的阶段，自由市场理论的拥护者无疑是绝对正确的。但这只是市场运动的其中一个方向，只有在上升的通道中，市场的力量才可以甩开政府支持，大行其道。

这次会有所不同吗

当然，随着市场趋于成熟化、透明化和监管到位，危机发生的频率大大下降了。另外，正如我们看到的，现在的监管机构都能够在过去失败的经验中吸取教训，比如在 1987 年股灾爆发后，央行增加了流动性注入。政府正是吸取了 1929 年金融危机中的教训，当时政府在危机后非但不注入资金，反而实行紧缩的政策，使股市的下跌进一步加重了萧条的程度。然而，监管层面技术的提高也不会带来根本性的变化，更不会避免股市恐慌的发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每次经济繁荣期，大家都乐观地认为这次繁荣会有所不同，持续的时间会更长久。这种荒谬的逻辑在20世纪90年代的股市繁荣阶段更为普遍。当时人们甚至使用“新范式”来表达对经济繁荣的信心。如果信用是一个合适的词可以用来形容这个理念，那么我们不得不提到所罗门兄弟公司的分析师大卫·舒尔曼先生。他发布过一份非常有影响力的报告，题目是：1996年——股市泡沫还是范式转变？他说，通货膨胀带来的压力导致了股票市场估值方式的根本变化，从而股票价值达到了前所未有的高度。他主张要放弃以前的各种估值方式，历史经验也不能作为设定估值标准的参照，因为高科技时代的股票价值出现了新的变化。

舒尔曼的牛市观点正是市场方所期盼的。他的论断很快在市场上传播开来，那些翘首企盼去除各种约束限制，通过市场进行估值定价的投资者异常高兴，因为在老的估值方式下，当时的股票价格都会被认为价格过高，对市场而言是一种利空因素。到了1997年，对经济前景一片大好的市场情绪也感染了白宫，克林顿总统愉快地宣布了美国经济正处于繁荣阶段，以前有关经济周期的理论都可以抛弃了。繁荣会永远持续下去的论调占据了主导地位。

当然，这种论调很愚笨。尽管美国、英国以及欧洲国家市场存在很大的弹性，但新的世纪很快被2008年全球金融危机的阴影所笼罩。

同时，网络科技股票的时代也在2000年画上了句号。幸运的是，虽然出现了单只股票的大跌和纳斯达克股指的大幅下挫，但单日股市出现大幅下泻的情况没有出现。纳斯达克市场的表现给热衷于高科技股票的投资者当头痛击，他们曾经忠诚于此类股票，对高科技股票充满了期盼。纳斯达克股指下跌从2000年8月一直持续到9月，股指共跌去534个点，跌幅达到13%。然而，真正的损失持续的时间更长。纳斯达克股指从最高的4 700点跌到2002年的1 640点，这相当于股市市值跌去了65%。据估计，截至2000年后，高科技股票价值总共损失了1万亿美元。然而，纳斯达克市场的失败并没有在纽交所市场翻版。纳斯达克股票升到纽交所股票的有序安排帮助了纽交所股指可以保持相对稳定的高位。一个市场市值的大量蒸发并没有在另一个市场引发多米诺骨牌效应实属罕见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确实，看来20世纪90年代大牛市的行情真的可以和市场周期对抗（以及市场逻辑，因为“9·11”事件后，股票交易仍然保持了高位运行），股市掉头向下后并未出现大规模的股灾。2001年后，华尔街股市市盈率居然达到了30倍，这相当于股市过去75年市盈率平均值的2倍。欧盟国家市场与美国类似，在90年代网络股出现颓势后也迅速回升，市盈率同样很高。

股市的真正冲击开始于2002年，这时网络泡沫彻底破裂，经济增长放缓。然而，随着新千年的到来，恐慌的情绪似乎有点多余。一些国家的股市，尤其那些更新兴国家的市场交易一片繁荣。尽管当时也有人发出警告，提示这种繁荣的局面很难持续，但乐观的情绪弥漫着整个市场，我们又听到了所谓新时代来临的豪言壮语。2008年所发生的一系列事件再次让市场清醒过来，大家终于看到，经济周期和市场恐慌从没改变。

新世界，新股灾

在20世纪的最后几个十年，美国和欧洲市场一直处于繁荣阶段，而新兴市场国家市场纷纷爆发了不同程度的经济、金融危机。我们可以觉察到，19世纪处于工业化进程中的西方市场容易出现的股灾和危机特点正慢慢移动到东方和南方国家，这些国家恰巧也正处于工业化进程当中，并同时成为了新兴市场国家。这表明，一般性的市场崩溃现象与国家发展阶段有关，发展程度相对低下的市场更易爆发经济、金融危机。

日本的市场太大，很难将之称作新兴市场。实际上，在20世纪80年代东京股市最繁荣时期，其市值已远远超过了纽约股市的规模。然而，日本股市（尤其是东京和大阪股市）比欧洲和美国的股票市场都要年轻，并且在80年代以前，其监管程度也相对较弱。一旦遭到投机力量的冲击，这种冲击往往是报复性的。正如在很多投机盛宴中发生的那样，大量投机者涌入市场，他们从没想过单边买入或者卖出股票，而是进行短期－长期的对冲交易，在这种情况下，借入资金进行投机的例子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就更不胜枚举了。另外，也有大量的投资者几乎倾其所有，将绝大部分资产都投向了股市和房地产市场。

然而，随着这一轮经济繁荣在20世纪90年代初结束，日本经济遭受了毁灭性的冲击。破裂的泡沫规模巨大，地价在1956～1986年间上涨了5 000%。1990年末，日本不动产价值已达到了美国全部地产价值的4倍。截至1986年，东京股票交易所日平均交易量已达到7亿股。1986年的前4个月，交易额更是达到了12亿多股。当时东京俨然成了世界最大的股票交易市场。在80年代后期，股价增长速度已达到股票收益增长速度的3倍。日经指数在这10年更是翻了4倍。在历史上，最高平均市盈率在1987年曾达到90倍，但在整个80年代，平均市盈率达到了65～70倍，而同一时期，华尔街的平均市盈率不超过25倍。

一时间，关于日本如何统治世界的言论铺天盖地。其中最为著名的要数以斯拉·沃格尔写的《日本，世界第一》。该书出版于1979年，当时在日本受到了极大的欢迎，而相比之下，在世界其他国家则产生了不小的震惊。1989年末，107位股票方面的专家一致认为，在日经指数站到了38 900点后，股指还会走高，将在1991年刷新纪录，站到41 000点。随着新世纪的到来，日经指数仅仅站在了12 200点，看来，那些专家们似乎对于发生的事情也不知所措。

当泡沫最终破裂，尤其在日本银行新任行长三重野康的货币政策的驱动下，泡沫积蓄的能量释放出来。泡沫的破裂并未引发当日的股市下泻，而仅仅出现了温和的通货紧缩迹象。经济的衰退以一种极为温和的方式出现，以至于分析师在1990年年初的时候仍然预测经济会再次回暖。到了90年代末，东京股票交易所日经指数价值已跌去了近三分之二。

虽然日本陷入了经济衰退，而没有对其他市场造成很大的冲击，但国际资本已离开日本市场转向了新兴国家市场，比如到了拉丁美洲、东亚和东南亚国家，之后又到了俄罗斯。东京和大阪市场的失败对日本本土投资者的影响远远大于非本土投资者，这也可以被看做是类似墨西哥等新兴小规模市场的兴起，因为这些市场规模较小，并处于上升阶段。墨西哥生产成本很低，又面对美国这样一个庞大的市场，并且政府支持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价· 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放松相关监管政策，这一切都促使了墨西哥成为日本经济萧条的受益者。1994 年墨西哥股市爆发危机时，资金快速地流进、流出。受到墨西哥危机影响外溢的影响，其他拉美国家经济也不同程度地发生动荡。这就是一个景点的经济泡沫产生和破裂的过程。

我们能从墨西哥经济危机中吸取什么教训吗？其实不能。因为热钱的流动轨迹不会改变，只要能寻找到下一轮经济上升态势，或经济上升的地区，热钱依然会迅速在那里聚集。每个人都开始谈论亚洲四小龙（新加坡、韩国、中国香港和台湾地区），然后又开始谈论亚洲四小虎（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国）。当时对这些市场的前景评价甚至更离谱。其中最让人啼笑皆非的是约翰·奈斯比特在 1996 年亚洲市场繁荣最高点出版的“亚洲大趋势”。他在书中这样描述：“随着我们来到 2000 年，亚洲将成为统治世界的地区，这种统治是在经济、政治和文化上的全方位控制。”

像沃格尔一样，面对着亚洲股市的节节攀升以及国家经济看似无限制的不断繁荣，奈斯比特似乎也有点鬼迷心窍。尽管有足够的理由支持投资这些“小龙”国家，但坦率地讲，这些国家的经济基础非常薄弱，以至于从繁荣到被摧毁易如反掌。然而，日本和亚洲其他国家的股市泡沫也没什么特别之处，与其他国家市场危机类似的征兆在日本和亚洲市场全部存在（比如高企的公司债务）。在 1996 年东南亚市场繁荣的最高点，韩国公司债务与所有者权益之比高达 3.5:1，泰国是 2.3:1，印度尼西亚是 1.9:1。在这些国家，通货膨胀严重，利率高企。在东南亚地区（日本除外），市盈率创历史新高，高达 25 倍。金融机构的支出为众人所见。20 世纪 90 年代各国的股票市值远远超过了其国内生产总值。比如，马来西亚股票市值已达到其国内生产总值的 2.5 倍，中国香港股市市值也超过了其 GDP 的两倍。

我们不禁要问，既然有这么多市场过热的信号，为什么没有人呼吁要警惕亚洲股市的风险呢？一个解释就是，当时的国内和国际投资者，都把该地区的股市当成了赌场。既然是赌博，投资者就理所应当地承受高风险。尤其对于那些国际投资者而言，他们在亚洲股市的投资只是其全球投资组合的一部分，他们更是比较释然。国际炒家在东南亚股市投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的比例非常之小，在华尔街的投资才是他们的身家性命。所以，亚洲股市的损失与否看起来并不那么重要。

另外，从让人忧虑的角度考虑，在这个市场上，有很多像奈斯比特一样的投资人，他们做着亚洲梦，并且笃信亚洲的市场会一路高歌，偶尔的波动也仅仅是自然的、正常的。人们也一直认为新的东西一般会带来新的规则、新的希望（比如亚洲经济成为世界经济的引擎），东南亚股市的崛起也会为股市持续繁荣设立新的范式。

虽然一般性的理论是，随着市场的不断成熟，发生波动性乃至危机的概率会越来越小，但在东南亚市场，历史证明上述理论并非正确。如果，真如一般性理论那样，那么市场的发展一定会带给投资者更大的信心，因为市场发展程度与危机与恐慌的程度成反比。

可疑的操作与欺骗的到来

通常，当市场出现震荡，可疑的操作手法也会暴露出来。这些可疑的、违规的操作手法是泡沫催生的产物。泡沫破裂后，暴露出来的可疑操作又加速了市场通缩的速度。金德尔伯格发现，市场繁荣期，欺诈与被欺诈事件发生的频率与市场上投机的气氛正相关。

往好的方面说，可能这种判断过于仁慈了，市场发生震荡的倾向可以被认为是来自于市场下跌产生的绝望，以及诸多不谨慎的投资者面对巨额债务所产生的悲观情绪。加尔布雷斯在 1929 年大危机时论述了股市的繁荣和崩溃如何导致了人与人之间的痛苦关系的放大。他说：“在股市繁荣时期，为了正常的金钱需求，以及满足家庭和消遣的物质需要，广大民众将大量的资金委托给基金机构运作，而在股市下跌时又被催促补充保证金，或不顾一切地逃离股市。”在这种情况下，人们会不择手段地通过各种办法保全自己的利益，为了弥补损失，大家开始疯狂地逃离股市，甚至使用了损人不利己的方式。

有一个经典的案例可以与大家分享。1997 年亚洲股市繁荣结束之前，期货交易员尼克·里森为了弥补在日本期货市场上的损失，不禁铤而走险，用欺诈的手法掩盖事实。由于他的违规操作，英资巴林银行瞬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间倒闭。

里森为了挽回损失所采取的方式与1929年大危机后Clarence Htry为了挽救其公司免于倒闭的手法大同小异。Clarence Htry通过向银行提供赝品抵押物实施欺诈，以求从银行获得800万英镑的贷款购买联合钢铁股份。

1987年股市大跌也暴露了诸多欺诈行为。其中，最为引人注目的是香港股票交易所众多高官的锒铛入狱，港交所主席罗纳德·李也在其中。据查，罗纳德·李收受他人贿赂，帮助行贿人在港交所上市。

然而，上述种种不择手段的行为不仅仅在股市大跌后出现的恐慌中出现，而在股市崩溃之前贪欲横流的气氛中就萌生了。桥水投资资产管理公司主席雷·达利欧认为，随着泡沫的不断增大，保守的、负责任的会计原则和操控手法逐渐淡出，越来越失去公信力。他说："这个时候，你会发现，没人注意你做事的诚信原则，只要你出示的财务和会计报告有利于客户的财富扩张，你就会得到丰厚的报酬。"

《华尔街日报》曾刊登了一篇文章，文章指出："20世纪90年代后期出现的公司欺诈和违规行为的规模和范围远远超过了自20世纪30年代及之前以来的程度。"以言语戏谑和简练著称的《纽约日报新闻》更是在2002年将当时人们对华尔街的印象概括为"骗子街"。

2008年美国证券交易委员会（SEC）针对市场操纵和内部交易发起了一次专项调查与整治行动，其牵扯案件的数目之大在美国历史上首屈一指。2008年股市大跌后，一系列最高级别的欺诈案件频繁曝光。其中蓝筹基金管理人伯纳德·麦道夫通过借新还旧的经典庞氏欺诈原则骗取了几十亿美元的资金。在受骗的投资者当中，不乏世界上有名的投资人和所谓的著名机构投资者（有关庞氏骗局的细节在下一章有详细讨论）。

一般情况下，股市经历一段严重的下跌行情后，欺诈问题就会纷纷暴露出来。正如2001年，美国证券交易委员会对570起案件进行了调查。2008年更是如此，调查的案件数量在整个20世纪90年代位居榜首（1994年除外）。更有甚者，有150家纽交所上市公司被责令重新报告盈利情况，这充分说明了之前他们向股东报告的盈利报告存在造假嫌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

疑。如此规模的重报财务状况的时间在美国历史上还是第一次。

在众所周知的违规和欺诈事件中，美国电讯公司世通的欺诈事件不得不提。世通公司在网络泡沫形成时期伪造公司盈利，虚夸利润，并掩盖了38亿的成本支出。2002年7月该公司宣布了保护性破产声明。泰科国际由于逃税和秘密支付高管薪酬也遭到起诉。名噪一时的电信运营商阿德菲尔亚通信（Adelphia Communications）也承认在其公司财务报表上作假，并向其主要股东发放了违规贷款。甚至一向以运作规范和沉稳著称的Xerox公司也被处以1 000万美元的罚金。该公司后来承认在5年多的时间里，瞒报虚增利润64亿美元。在这一个时期，大多数被调查的公司均来自通信、媒体和技术领域，该行业在20世纪90年代网络经济蓬勃发展时期风靡一时。

当时更知名的一宗案件就是安然公司的破产。由于在财务上的欺诈犯罪，该公司连同其会计师事务所安达信（Anderson）一并宣布破产。该总部位于得克萨斯的安然公司最初从事基础的能源交易。20世纪90年代，安然公司股票价格飙升。为了维持股票走势，安然虚增公司利润，其中大部分利润来自商品交易甚至虚假的账面处理，而10亿美元成本的增加却未向股东披露。另外，安然公司的主营业务——能源交易却沦为了安然无足轻重的事情。

另一起欺诈丑闻来自一位家喻户晓的电视明星，玛莎·斯图尔特女士。这起欺诈事件与安然事件相比的确是小巫见大巫，但当时也引起了不小的震动。玛莎·斯图尔特在电视荧幕上是美国城市郊区梦的代言人，但她也因为通过内幕消息大量抛售ImClone公司的股票遭到起诉。ImClone是一家生物医药公司，当时其一款主打新产品的许可证申请可能面临美国食品药品监督管理局的否决。当时玛莎·斯图尔特通过内幕消息做空该公司股票牵扯的金额大约有20万美元，这与当时其他著名欺诈事件的金额相比可能不值一提。然而，玛莎·斯图尔特这样的公众人物牵扯到股票丑闻却带来巨大的负面效果，这是也许是其他丑闻所没有的。玛莎·斯图尔特丑闻影响了不计其数的普通民众，在他们心里，金融欺诈诡计无处不在。

20世纪90年代的股市繁荣不仅酿成了一系列公司的倒闭，其中牵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扯了可疑乃至违法行为。随着网络类股票以及高杠杆交易末日的到来，公众的注意力开始转移到那些提供投资建议的专业咨询顾问公司。因为这些公司曾经信誓旦旦地保证网络类股票的前景广阔，不可能出现今天的结局。比如，安然公司的破产带给安达信会计师事务所致命的打击，该事务所当时是世界上5大会计师行之一，一直为公司提供财务审计服务。2002年6月，该事务所的会计师被发现从事了违法活动，通过一系列操作故意帮助安然公司掩盖财务状况。当时，安达信的公信力早已消失，只剩下一个空壳而已。

同年早些时间，美林证券被迫与纽约州大法官达成庭外和解。前者被控向投资者提供诱导性的投资建议购买美林早期承销的股票。美林证券是世界知名投行之一，本次庭外和解事件无疑给美林带来巨大耻辱。关于美林案件调查的事项在下章进行详细论述。

无论如何，这些曾经在公众和广大投资者心目中备受尊敬的投行、会计师事务所和其他咨询顾问公司牵扯的欺诈事件影响极坏。这些丑闻不仅带来的公司的破产，而且更为重要的是沉重地打击了投资者对市场和中介机构的信心和信任，投资者（尤其是众多散户）随即选择逃离股市。这些丑闻的长期后果很难预测。正如犬儒学派说的那样，人们对痛苦事件的记忆是很短的。20世纪90年代网络股泡沫破裂后暴露的各种欺诈丑闻虽然规模巨大，但投资者似乎完全可以对这些事件泰然处之，并没有什么不理解和厌恶的情绪，他们似乎对1987年那次股市繁荣后暴露的各种丑闻还记忆犹新。其中包括了存贷款危机（如上面所谈及的）以及诸多内幕交易丑闻、虚假交易和市场操作计谋。

这个时期最著名的欺诈者非迈克尔·米尔肯（Michael Milke）莫属。他可以说是当时垃圾债券市场的教父，在Drexel Burnham Lamber的贝弗利·希尔斯债券部担任主管。之后，伊万·伯斯基又加入到米尔肯的团队，伯斯基将复杂激进的交易手法引入到套利交易中，通过很少的保证金赚取大额利润。所以，可以说伯斯基给传统的套利交易赋予了崭新的意义。上述两个人的共同问题就是违反了法律。他们从投资奇才一下子变成了罪犯，宛如妖魔附体一般。米尔肯的律师阿瑟·利特曼说，他的当事人被突然变成了恶魔，审判过程也类似早前的对异教徒的审判。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们可能会说他们是自食其果，但也许不是这样。社会有时候的确需要所谓的替罪羊，为那些被无辜地掠夺财富的百姓赎罪。

所以，我们可以看出，市场的繁荣会萌生丑闻的出现，只是在市场出现拐点时才表现出来。由于人们对金钱的贪欲，随着财富的增长，所谓的道德标准日益下降，而这些标准本应成为预防过渡欺诈的道德堡垒。恐慌周期结束后，干预的措施和行动必须到位。一方面将罪犯绳之以法，另一方面也要弥补法律、法规上的漏洞，以防止以后还会出现的市场操作和可疑交易。

比欺诈更难处理的事情

完全的违法、违规事件相对容易处理。但对实体经济的忽略，舍本逐末的经济行为处理起来相对棘手得多。在市场繁荣期，股市和其他金融市场活络起来，在此情况下，人们往往会把关注点转向了金融市场，而忽略金融市场所依托的真实经济交易活动。

另外，聪明的经理们都会将精力花费在推动股价上涨上，而不是从事真实的经济交易。因为他们都享受公司的股权红利，只要股价上涨，他们的回报必然异常丰厚。

近些年，很多公司也在股市上升阶段发现了很好的并购机会。这些公司借助其股价的疯狂上涨，去并购那些以他们正常的实力无法获得的巨额资产。并购公司通过与被并购公司交换股票（前者的股票已涨到很高的价位）的方式获得后者的所有权。

一般情况下，并购公司的高管们更善于控制股价，而在运营公司方面却水平一般。他们一旦通过推动股价上涨完成真实资产并购后，真实资产的价值便很快出现下跌（第9章将对此做详细论述）。

2008金融危机及市场恐慌带来的前景不确定性在全球市场依然蔓延，究竟如何还看不清。本轮金融危机和市场恐慌之前的经济繁荣似乎持续的时间不长，与1929年大危机之前出现的经济繁荣相比，其繁荣程度和持续时间都不能相提并论。人们可能认为，当下的投资者已经变得更聪明了，并借助网络的发展，其获得信息的便捷性和信息量也是以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前的投资者不能比拟的。然而，更便捷的信息获得途径以及更大的信息量并不能说明投资者更聪明。2008 年金融危机与以前的金融危机没什么两样，投资人的反应也没什么变化，市场繁荣—危机—恐慌的周期模式依然在延续。如果，人们能从 2008 年危机中真正吸取教训，那么历史可能真的会发生变化。但，没人敢对此期待过多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章
Chapter 5

一个恐慌的新时代

在“过去的好年景”，股市恐慌可以说是直白易懂的事：市场过热，市值像水蒸气一样以惊人的速度蒸发掉。一些市场恐慌与其他类型的金融危机有关，丑闻暴露会引发恐慌，股市以外的事件通过影响大众对股票内在价值的预期，也会引发股市恐慌的发生。另外一些市场恐慌甚至源于对经济衰退的真正担心。

上述所涉及引发股市恐慌的古老原因仍然存在，在现代股票市场的本质和结构的作用下，这些原因被加倍放大了，越来越脱离于股市所依赖的真实经济体。另外，随着市场趋于复杂并伴随着新的交易方式的出现，压力不断积聚、规模更大，更具有破坏力的市场恐慌也随之产生。

然而，正如上一章我们看到的，发达国家的股票市场已经不那么动荡了，即便逐日盯市的方法不能说明这一点，但至少在一段时间内是这样。问题是，当发达国家的市场一旦出现破裂，这种破裂便会以一种爆炸式的方式蔓延开来。这里谈及这些并不是要提出什么世界末日的预言，而是要说明引发市场恐慌的力量在不断积聚、凝结，引发市场更加动荡。

本章将对一些容易引发市场恐慌的力量进行分析，并试图说明这些力量是否会导致市场更易出现恐慌。本章也会谈及一些经常被当做是易引发市场恐慌的高危要素的因素，但它们实际上却没有看起来那么危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险。这里主要有衍生品交易、对冲基金和程式交易，这些危险的交易已经在当代恶魔学中拥有了一席之地，但由于各种原因，还不是那么具有说服力。

股市规模 > 国民经济

让我们首先看一下股市正在不断偏离其所依赖的国民经济及其代表的公司价值。这里有一个关键指标，即股市的全部市值与全部国民生产总值（GNP）之比（国民生产总值永远大于国内生产总值，因为国民生产总值包括从海外汇回的股东分红、利息支付和赚取的利润）。当股市市值开始超过国民经济总量时，股票的内在价值一定出现了某种问题。沃伦·巴菲特认为："如果股市市值与国民经济体的比值下降到 70% 或 80% 的位置时，买入股票很可能会给您带来财富增长，而当该比例达到 200% 时（如美国 20 世纪 90 年代以及 2000 年前 3 个月），入市无异于玩火。" 20 世纪 90 年代美国股票牛市一路飙升，并在 2000 年 3 月达到顶峰，股市市值与 GNP 的比值已达到 190%。而在 20 世纪 90 年代中期以前的很长时间，该比值一直处于 100% 以下。当然，有一个明显的例外情况，即 1929 年 9 月大危机刚刚爆发前夜，该比值攀升到最高点，达到了 109%。到 2006 年，该比值几乎又回升到了 148%。

这里需要做一点小小说明，像伦敦证券交易所一样，纽约证券交易所有相当数量的海外公司在这里挂牌交易。这显然会增加市场的总市值，但即便这样也无法解释市场市值上限如何能够几乎达到美国国民生产总值的两倍。

如表 5-1 所示，股市市值超过经济规模的情况绝不仅仅是美国华尔街的独创。的确如此，图中的数字让人震惊，诸如中国、印度和俄罗斯等新兴市场经济国家，其股市在短短 5 年时间内得到了迅猛发展。以俄罗斯为例，其股市市值在 5 年内就超过了 GDP，而 5 年前，俄罗斯股市可以说还只是一个婴儿。中国作为全球最大的经济体之一，其股市市值也已超过了国民经济总量。香港作为很多中国内地企业上市的目的地，其股市市值接近其经济总量的 9 倍，当然这主要是因为大批内地企业来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里上市所致。在某种程度上，新加坡的情况也一样，很多东南亚其他国家的企业来这里上市推高了股市市值。同样的道理也适用于纽约和伦敦，这两家股票交易所在更长的历史时期中承载了很多海外企业上市融资的使命，市值更是居高不下。

表5-1 股市规模与GDP之比

	GDP（%）	
	2000年	2006年
中国内地	79.7	119.7
印度	32.2	89.8
中国香港	368.6	903.6
日本	67.6	108.2
荷兰	166.3	117.7
俄罗斯	15.0	107.1
新加坡	164.8	209.1
南非	154.7	280.2
英国	178.7	159.6
美国	154.7	147.6

资料来源：世界银行，2008年发展指标。

关于股票市场功能的经典理论认为，股票市场是企业成长所需风险资金的有效融资中心。伦敦股票市场是世界上成立最早的股票交易场所，最初航海家们到这里为海外旅行筹措资金。股票市场成立之初，其投机性在所难免，但这时候的股票市场也发挥着为资金需求方和以取得股权回报为目的的资金供给方充当交易匹配中心的作用。那些对股票市场资金融通媒介功能笃信无疑的人认为，今天的股票市场依然发挥着类似的作用，没什么不同。对此，我有不同的看法。我觉得当前的股票市场越来越背离其原来的使命，已经步入了投资游戏的时代。这时候的股票市场与融资的关系越来越少，与股权合作的关系越来越少，而一切都是为了投机。

在某种意义上，现在所有的股票市场都在变成庞氏市场。这种说法源自一个叫查理斯·庞兹的人，他在1920年赚了一大笔钱，其招数就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是宣称自己做投资赚了很多钱，但实际上他根本没做任何投资。这样，那些已经投资给庞兹并得到收益的人就会劝说另外容易上当受骗的人，让他们也投资所谓的庞氏投资项目。庞兹通过滚雪球的方式，借新还旧，支付其投资项目出资人的投资收益。只要有新的投资者不断进入，他的投资骗局就可以持续下去。而一旦没有后续者进入，庞兹及其骗局的早期进入者便退出了。在7个月之内，庞兹通过这种办法共诱骗3万投资者进入，共计融资达1 500万美元。

从此以后，以庞兹冠名出现的欺骗丑闻在世界各地出现。最近的一次就是上一章讨论过的麦道夫丑闻。然而，1996年和1997年阿尔巴尼亚发生的欺诈丑闻更为奇特。当时穷困潦倒的阿尔巴尼亚刚刚重建，7个庞氏骗局共非法融资20亿美元，这个数额相当于当时阿尔巴尼亚国内生产总值的30%。当骗局在1997年破产的时候，政府也随之垮台。滑稽的是，该国政府也愚蠢地加入到了这场快速致富的游戏当中。

其他庞氏骗局式的投资可能不那么具有戏剧性，但不胜枚举。也不是说所有的股票市场都基于骗局，但一个不太能被接受的事实是，庞氏骗局的真实基础与当前大多数股市投资的基础是一致的。本章的标题并不是指那些广为流传的欺骗手段，而是指投资活动的主流。

20世纪90年代股市的空前牛市仅源于投资者的鱼贯而入，他们之所以这么做也仅仅源于看到以前入市的人现在已赚得钵满盆满。此时，投资者赚钱的机制很简单，就是将股票卖给后来者。狂热的投资者根本不考虑他们所投资的商业，也不知道他们所投资的公司是否能够派发股利，甚至经常都不知道这家公司是做什么的。很明显，20世纪90年代股票牛市的投资者能够买的东西更多，比庞兹所说的那种依赖所谓回报的投机来得更痛快。然而，投资者依然明知故犯，仍然买进那些根本不会派发股利公司的股票。这样，盈利的唯一方式就是将股票卖给下家，因为还有人相信可以在下一轮的接力中获得更大的利润。就这样，庞氏骗局的思维方式和操作手法也就见怪不怪了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的市场＝新的资本？

这种对股市状态存有怀疑的看法在投资圈内并没有得到一致认可。在世界上任何一个地方，对于那些创建新市场的人来说，这种观点更不能得到认同。全球股市的快速发展被认为是现代化和经济社会发展的一部分。任何一个追求自尊并处于工业化进程中的国家都不想丧失发展股票市场的机会。这里包括中国在内的一批由计划经济转型而来的国家、印度等政府主导经济的国家，以及亚洲和世界其他地区更倾向资本主义发展方式的国家。一些国家的政府强调发展经济，决心向资本主义学习。于是乎，政府不仅大力设立股票市场，而且还通过诸多政策达到金融市场自由化的目的。这种方式得到了诸如世界银行等发展机构和组织的赞许。1995 年世界银行的一份研究概述了各国股权市场发展的问题。报告说：鼓励并持续发展股票交易所不仅仅会给一个国家带来新的资本，而且会对国民经济有更多的好处。对于促进国民经济发展而言，发达的股票市场与银行同等重要。报告指出，股权融资会在更高的水平上对经济发展起到促进作用。该份报告的作者认为，股票市场的发展不仅仅有利于经济发展，而且还会对资本增长、生产力提高以及人均国内生产总值增长率等指标起到预测作用。

这种股票市场的理想工作原理的确让人难忘，但作为资本融通中心，当今股票市场的极其无效表现让人们对股票市场的憧憬大打折扣。在发展中国家，股票市场的发展速度超过发达国家，固定资本投资的股票融资规模却远远小于其他融资方式。1991 年，发展中国家公司的股票融资金额为 460 亿美元，而到了 2000 年，该金额为 348 亿美元。同年，银行的间接融资金额为 1 244 亿美元，债券融资额为 772 亿美元。

虽然通过银行和债券市场融通的资金很可能流入了商业领域，推动了商业的不断发展，但股票市场的资金却不是这样。相反，证据表明，股票市场的大部分资金最后都直接流向了企业主个人的腰包，为个人所用。20 世纪 90 年代亚洲经济处于高度繁荣期，世界银行做了一份调查报告，报告发现，东亚地区公司为固定资本投资的资金，有 40% 来自自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由资金，40%来自银行贷款，10%来自股票市场，还有大约10%来自债券融资。然而，对于公司而言，虽然债券市场带来的资金与股票市场大体相当，但亚洲股票市场市值达到了10 730亿美元，而债券市场市值仅有3 380亿美元。所以，虽然股票市场的发展速度惊人，但它为固定资产投资融通资金的规模却远远不够。若考虑到效率问题，股票市场更是不值一提了，因为虽然其规模几乎是债券市场的3倍，但它对于融资贡献度却并不比债券市场出色到哪里去。

世界银行近期的一份研究表明，股票市场对于发展中国家的资金融通需求的满足做得很差。从1972～1998年，只有股票市场仅仅提供了8%的融资额度，而20%的融资来源于银行，55%的融资来源于私人部门，另有20%的融资为直接投资。股票市场的资金流量从那时起明显增加，但股票市场对商业发展提供的资金规模的提高远远没有股票市场本身规模增长得快。我刚才讨论的都是发展中国家，因为发展中国家的股市发展最为迅速，并且那里的股市对于经济的发展起到了最为积极的作用。发展中国家应该更多地利用股市为企业发展融资，因为企业很难有渠道通过债券市场获得资金，债券市场往往在股票市场之后才能发展起来。另外，发展中国家的股市相对比较新，应当为经济发展融通新的资金，而不是像发达国家的股市那样只能发挥循环原有资金的作用。

新市场，新波动

这些新的，或者称做新兴市场的主要特征便是其极端的行为。罗伯特·希勒对世界上各国股票市场单一年度最大涨幅进行了一次调研，结果表明，菲律宾股票市场在1985～1986年间的涨幅居全球之首，达到了683%。中国台湾地区的股票市场紧跟其后，直到1987年10月，中国台湾地区股市涨幅达到400%。尽管菲律宾股市疯狂飙升并非好事，但却是基于对菲律宾经济和公司部门的较好期望。因为当时除了菲律宾以外，该地区其他地方经济普遍低迷。当时，大批的投资者期待着菲德尔·拉莫斯这位前雪茄将军会通过其总统的权力力挽狂澜，因此大量投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资股市，推动了股市的虚假繁荣。然而，好景不长，菲律宾经济从当年的明星国家突然跌落至年度股市最大跌幅的第七位。在前25名年度最大涨幅榜中，新兴市场国家也是占据了大多数席位，发达国家市场屈指可数，主要是意大利、奥地利和芬兰。

从跌幅榜看，中国台湾地区在全球年度最大跌幅榜中名列前茅，截至1990年10月，那里的股市年度跌幅达到75%。牙买加位居第二，到1994年1月，跌幅达到74%。当然，英国截至1974年11月的跌幅也位居第四，这个结果也许有些意外，但英国当年跌幅达到63%。可以看出，虽然全球年度最大涨幅国家中的大多数为发展中国家，但在跌幅榜中，发达国家也会偶尔光顾。

以上问题说明了什么？我们当然可以看出，发展中国家的股市绝不可能成为公司部门发展的引擎。这种股票市场的高波动性及其过山车似的飙升和急速下跌成为了新兴市场国家股票市场的主要特征。投资者很可能感觉到自己正在卡西诺赌场赌博。

钱流向了哪里

我们还不能过早地认为发达国家股票市场在支持公司部门发展方面会比发展中国家的股票市场做得好。在这里，有必要考察一下20世纪90年代投资到网络公司的资金量，以及其中有多少真正推动了网络公司的发展。我们很难得到具体的数字和比例，但当这些网络公司纷纷破产的时候，我们便很清楚地看到当年很大比例的股市资金并没有进入公司部门，而是流到了其他领域。

另外还要指出的是，进入网络科技公司的股市资金本来被认为会用于新技术的开发，或至少被用于研发工作。然而经合组织（OECD）的一份调研报告显示，通过股市进入高科技公司的资金增长并没有带来研发预算资金水平的提高。1999年（股市巅峰时期）美国用于研发的经费占国内生产总值的2.47%，低于工业化国家的平均水平。瑞典居首，用于研发的经费占国内生产总值的3.8%。这些数据既包括私人部门投资也包括公共部门投资，所以很难看出进入股市的资金转为公司部门投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资，从而促进了生产力的增长。尽管美国用于研发的支出不断增加，但与股市市值增长相比，研发经费的增加就不值一提了。

进入股市的大部分资金被用于网络高科技公司之间的并购交易。然而这些并购公司后来被认为并非足够强大，去并购其他公司显然力不从心（本书第9章对该问题有详细论述）。然而，那些认为股市可以为资金筹集和使用带来效率的人也可以从上涨的股票价格和私人投资之间的关系中得到些许印证。英国、日本和美国的证据可以佐证上述的结论，但法国、德国和荷兰的情况却完全相反（见图5-1）。

股价和私人投资的相关性或许使一些观察家相信，随着股市筹资数额的不断增加，越来越多的资金也会流入到实体经济部门，促进了商业的发展。然而，图5-1恰恰说明了这一观点并非完全正确，国别间的差异提供了很好的解释。尽管在英国和美国，股价攀升与投资增长之间存在正向关系，但欧洲大陆的情况并非如此。这是因为英国和美国膨胀的股票市场催生了大批的并购活动，所以，美国和英国所表现出来的投资增长主要源于并购支出的增加，这与欧洲大陆的情况有很大差异。欧洲大陆国家随着股市的膨胀，实体经济投资的增长比较温和，但并不是很多。

在股价攀升与投资增长相一致的国家，商业机构也没能得到用于发展的资金，来自股市的资金实际上被用来进行了公司所有权的更迭。也许，有人认为并购活动本身就会带来新公司各方面效率的提高，但就像我们在第9章所看到的，历史上最大的几宗并购活动并未带来任何效率的提高。

国际货币基金组织（IMF）的经济学家针对资产价格和投资关系做了一个不错的研究。这些经济学家在研究报告中指出，资产价格的提高降低了新资本的成本。其逻辑是，资产价格的提高，会改善企业资产负债表的状况，从而当企业进行融资时，会降低其风险溢价成本，融资的总成本因此会下降。这样，资金流会增加，融资成本也会下降。一些大公司会倾向于利用这些资金从事并购活动，这种情况在英国和美国更为普遍。另外，正像我们所看到的，这些大公司还会将其公司股票在股市上的资本利得部分或全部用于支付并购交易。这些并购交易一般被记录

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成固定资本投资，因此推升了固定资本投资的总量。

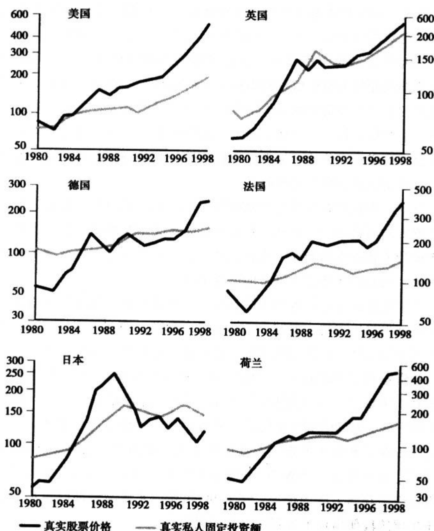


图 5-1 股价和私人固定投资

资料来源：International Monetary Fund，'Asset Prices and the Business Cycle'，World Economic Outlook，May 2000.

在股价与固定资产投资相关性方面，欧洲公司比美国公司好得多，但与日本公司相比还是有些逊色。在日本，兼并和收购的活动相对很少，固定资产投资的增加往往都发生在股市膨胀时期。所以，可以认为，日本的公司将股票资本利得大多数用于固定资产增长的投资，或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能用到归还银行或其他商业性贷款上面了。

然而，国际货币基金组织并没有就股票价格和固定资本形成之间的关系进行跟踪性研究。不过，我们却可以从一个简单的事情对此有所察觉。2000 年，股市市值飙升，但除了房地产投资以外，其他固定资产的投资都没能像取得股权投资那样丰硕的成绩。尽管关于股市对于经济活动中的生产性投资发挥的作用褒贬不一，但没有人真正认为房地产投资属于生产性的投资。当然，房地产投资也会有一些正面的效果，比如增加公司固定资产价值，从而更有利于进行并购贷款融资，或者通过处置一些不动产增加资本利得收益。

当然，新的投资并不是增加利润或提高生产力的唯一要素，但却是极其重要的因素之一。因此，我们有必要探究不断膨胀的股票市场最终是否推升了新资本的增加，或者说进入股市的资金是否仅仅增加了股市的市值，而对经济活动中资本的形成毫无益处。

关于股市膨胀对实体经济的发展是否起到了资本输送的正面效应很难找到证据提供支持。但有一个办法可以做到，即在牛市过后观察公司部门或者说实体经济部门的情况。如果说牛市时期，股票市场对于公司部门在资本形成方面起到了积极作用，那么公司部门一般在牛市后期会出现利润率增加，反之则相反。所以，20 世纪股票疯涨之后，公司收益大幅下降。20 世纪 20 年代的经验也表明，牛市过后，实体经济部门不仅仅出现了利润率下降，而且更是进入了萧条期。另外，在 20 世纪 80 年代，虽然情况并不像 20 年代那么严重，但牛市过后，实体经济部门也出现了利润下滑的情况；还有 90 年代，实体经济部门更是在股市处于牛尾阶段便出现了盈利能力下滑现象。

所以，可以这样认为，在 20 世纪 90 年代股票价格持续上涨时期，公司收入的增加很大程度上直接来源于股票价格的不断攀升。很多上市公司本身就是金融部门企业，而其他上市公司也借助股市的牛市行情转的钵满盆满。大家都是在利用股市赚取短期利润罢了。很难说清楚在股市里循环打转的资金有多少最后回到了传统的、很难让人兴奋的商业活动之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场的角色

当我们阅读关于市场效率方面的文献时，很少有人关注这样一个基本问题，即股票市场是否真的在为传统商业提供资金支持呢？而相比之下，我们更多关注的是一个有效率的市场如何发挥价格制定者和价值体现者这样的角色。所以，我们在阅读时候的思维逻辑好像已先入为主地认为股票市场作为一种资本市场的存在形式已经做得够好了，而效率问题是市场本身运作模式的问题。

理查德·佩韦和克雷格·塔普利曾针对美国和日本的股票市场做过一次有趣的研究。该份研究就一价定律是否能够应用到两国股票市场做了说明和探讨。作者将这里的“一价”做了这样的限定：同样的资产用同样的货币标价，除非考虑到运输或交易成本的差异，否则不能存在不同的价格。研究的结论表明，虽然两国存在巨大的经济和文化差异，但一价定律完全可以应用到两个不同的市场中去。研究发现，两个市场可以提供类似的回报率。很多研究人员都对此进行过研究。他们研究回报率，主要是为了研究一价定律带来的相似回报率结论是否在跨地区市场和跨品种市场都适用。这项工作很有意义，但研究的焦点仅仅局限在市场运作本身方面了。

股市与外部实体经济市场的互动关系问题具有很大的讨论价值。因为我们在这里发现了股市的变化与外部实体经济的变化脱节的程度，也就是我们发现了股市就是股市，自成一体。

那么如果股市脱离了实体经济，并不能为商业发展筹集资金，增加固定资本投资，那么股市究竟在做什么呢？不计其数的公司又为什么挤破脑袋非要上市呢？正如我们看到的，排着长长的队伍等待公司上市的情况一般出现在牛市，这时候投资人存在投资饥渴情绪，面对新的投资机会，他们往往不加思考就冲进去，一赌输赢。如果不是在狂热时期，新上市的股票也没那么多，但在大牛市行情，新上市股票突然多了起来，投资者热情高涨，大量购买，甚至会出现超额认购的情形。投资银行家、股票经纪人、法律顾问和会计师们会不遗余力、不约而同地鼓动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司老板们抓紧上市融资，这倒不是因为公司真的缺钱，而是因为外面有太多的游资准备找到一个栖身之所。对于那些公司上市的顾问们而言，这可是一个发财的好时机，而对于公司老板来说，这种行情也千载难逢，公司的资本金会一下子增加好多。

企业主们这样做也无可厚非，很可能他们的企业已经成为明日黄花，通过传统的主营业务很难赚到可观的收益。换句话说，当投资者兴奋地冲进来的时候，他们很可能发现一个投资的盛宴早已人去楼空了。

股市繁荣不仅刺激了新股的发行，也促使了很多股票的增发和配售。很典型的是，牛市行情吸引的新资金并没有回到商业领域，而是被用来继续推动股市繁荣，从而为公司的高管们获得更为可观的奖金和红利提供充足的理由。只要股市继续上行，投资者获取利润，哪怕是账面上的，就没有人会站出来对股市加以批评。公司的高管们有足够的理由推动股价上涨，并不断增发新的股票，因为股票期权是当今公司高管报酬里最为常见的一个组成部分。这个问题我们在后面会详细讨论。所以，这时候，公司高管们会有强大的动力去推升股价，却没有精力打点生意。或者说，他们会整天目不转睛地在电脑屏幕上寻找股票价格涨跌的新闻，而对他们商店里发生了什么却不闻不问。

20 世纪 90 年代，网络股市膨胀的一个重要特征是“概念股票”的市值持续飙升，完全脱离于其所依赖的公司业绩。膨胀的股市市值推动了网络公司去购并大量的真实资产，兼并了诸多比并购方势力更强大的公司和企业。

美国在线和时代华纳的并购交易曾在业界喧哗一时，本书第 9 章将对其进行详细论述。此宗交易与其说有利于重塑一个新的公司，倒不如说是摧毁了一个公司。大量的同类交易在全球不胜枚举。在欧洲，英国电信公司 Vodafone AirTouch 购并了德国产业集团 Mannesmann。在亚洲的交易更具有代表性，一个名为 Pacific Century CyberWorks（PCCW）的公司兼并了中国香港的电话网络巨头“香港电信”（HKT），该公司股东为英国的 Cable and Wireless。该比交易发生时，PCCW 公司资产总计约 4 800 万美元，而 HKT 资产却达到了 70 亿。此宗交易可谓经典，清晰地描绘了一个实际资产很小而股票市值远远超过被并购公司的并购交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易。在此逻辑下，PCCW 通过其不断飙升的股票来换取了比其强大许多的公司的真实资产。

那么在这种情况下，是否可以认为股票市场正在成为投资者和产业资本之间有效沟通的纽带呢？现实的情况是股市融资是第一步，之后那些没有实际资源的公司会通过不断膨胀的股市市值换取甚至并购掉那些有实际资源的实体公司。这个逻辑之所以行得通，主要是因为股市的不断繁荣带来了公司股票市值的攀升，而投资者会狂热地认为股价飙升的公司会给他们带来更多的利润，从而继续投资。然而，那一天早晚会来到。并购交易后，新公司的股价迟早会出现下跌。这时，没人会说清楚并购交易胜利的一方最后究竟给新公司带来了什么。

如果暂且不考虑大牛市顶峰时期发生的那些可疑交易，股票市场还是可以为真实经济发展提供所需资金的。甚至在诸如纳斯达克的二类交易市场，也不乏大量的经典融资案例，通过股票市场融资做大做强公司商业。回溯历史，我们会很清晰地看到，在 19 世纪 90 年代，美国的股票市场在将美国从一个农业经济国家转变到工业化经济国家中所发挥的重要作用。然而，股票市场从诞生之日起，就开始发生了变化，从一个融资中心转变为资本交易中心。这种变化使得市场更易出现恐慌。股市与真实经济的不断脱离使市场的动荡更为加剧，尤其当我们看到市场上更为创新的交易机制和交易工具出现的时候，市场动荡便更不可避免。

过去的几十年中，股票市场运作机制发生了很大变化。影响股市的因素以及股市的投资交易工具都不可同日而语了。我们下面就看一下这些新变化。

股市动荡的诱因

让我们从衍生品交易开始说起。顾名思义，衍生品交易指的是基于资产演变出来的金融工具交易。当资产基于股票的时候，衍生品的价值便与股票价格走势紧紧联系到一起，或者在更多的情况下，衍生品的价值与股票指数挂钩。目前有很多以期货合约形式出现的股票衍生品交易。这些股票期货合约会以某只股票或股票市场指数为标的物，并为将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来某个时点购买股票的投资者设定一个固定的价格。这样，有很多股票期权类型的衍生品，这很像一种承诺和保证，但并不真正地要求持有者到期去交割标的资产。

债券本来是一种融资工具，但现在出现了可交易债券品种。这种债券可以在某个时间转换成股权投资。这种债券品种的出现将债券市场和金融衍生品交易市场拉得更近，并孕育出了新型的债券交易方式，这种方式与期货交易的概念相似。

随着不同的新型衍生产品的出现，衍生品交易变得越来越复杂。其中较新的有股票挂钩票据、保本票据、覆盖风险的买入期权和覆盖风险的卖出期权等。这些新型的衍生工具配合其他类型的投资，一方面为投资风险进行了对冲操作，另一方面也使得那些利用很小资本谋求更大回报的投机者畅行无阻。这些寄生在股价上的新型金融衍生工具催生了一个二级市场，这无疑给股票主体市场、商品或货币市场都带来了巨大影响。

虽然很多人仅把衍生品交易看做是一个新型的投资形式，但实际上却不是这样一回事。17 世纪郁金香狂热导致的大泡沫实际上就是期货交易的产物。保证金股票交易（通过缴纳一定保证金而进行的杠杆股票买卖）的历史与股票市场一样久远。虽然这种方式与衍生品交易还是有一定差异，但其原理却相同，也是基于投资人对未来股票价格的一种判断。1929 年大危机来临之前，股票保证金交易规模已达到了史无前例的程度，因此在危机爆发后不得不自食其果。投资者损失惨重，绝不是投资资本损失那么简单了。投资者必须寻找后续资金来补充因股价下跌出现的保证金缺口。当他们寻找资金黔驴技穷的时候，不得不持续减仓，这样又进一步加剧了股市的暴跌。在 20 世纪 20 年代，股票的保证金交易方式不是什么股市交易的创新品种，而是司空见惯的操作手法。当时会让人感到新鲜的却是各种金融衍生工具不停地花样翻新，当然恐惧感也与日俱增。著名会计师事务所普华永道（Price Waterhouse）1996 年曾发布过一份报告，该报告估计，1994 年大约有 19 亿美元的金融衍生品已渗透到标准普尔 500 指数股票当中。但这一数额与巴塞尔的国际清算银行公布的数字相比只是小巫见大巫了。国际清算银行公布，截至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年，全球金融衍生产品市场规模已达到1 444万亿美元。这个数目大得让我们无法再去考虑其危害性，而只能通过其他描述性的方式进行衡量，即衍生品的市场规模为全球国内生产总值的22倍，或者说可以让地球上的每一个人都可以分到19万美元。

亨利·考夫曼，作为前所罗门公司首席经济学家和华尔街鼎鼎有名的投资专家，曾经这样评价衍生品市场。他说，如果一旦有什么事没搞好就会带来全球性的破坏，他第一个想到的就是金融衍生品市场。1994年，杰拉尔德·科里根，这位1987年曾任纽联储主席的先生也曾说过，他很担心金融市场正在发生的变化，他认为金融市场正在变得越来越复杂化、越来越深不可测，很可能超越了目前任何一种监管手段的能力范围，其风险正在失去控制。

前美联储主席阿兰·格林斯潘却不这么认为。格林斯潘先生对衍生品市场的发展比较认可，并支持去除那些控制衍生品市场发展的各项监管措施。他的观点明显与诺贝尔经济学奖得主默顿·米勒类似，米勒对衍生品的理解与绝大多数人所持的观点相反，他反倒认为衍生品市场正在使金融交易变得越来越安全，而不是越来越危险。投资者进入衍生品市场交易实际上是在做一种保险，或者说进行套期保值交易。在某种程度上，这种观点是正确的。因为衍生品交易可以被看做是管理金融交易风险的一种有效方式。支持这种观点的人将衍生品交易看做是一种明智的保险行为，通过衍生品交易将他们的投资进行套期保值（关于衍生品交易成为投资者分散化风险的详细讨论见第8章）。

衍生品交易对股票市场的影响也可能只是中性的。富兰克林·爱德华说，1987年人们将衍生品交易和程式交易看做是股市大跌的罪魁祸首，但其他国家股市下跌的幅度也与美国相当。但问题是，当时美国以外的一些市场根本就没有成规模的股指期货市场，也没有资产组合保险交易，实际上也不存在股指套利交易等交易形式和场所。

爱德华的观点也得到了另一份关于1987年华尔街股灾研究报告的支持。该报告发现，现金市场和期货市场的变化并不存在一前一后发生的特点，就是说现金市场并非一定受到期货市场的牵制。该份报告的作者说，1987年10月12～19日股价的期货价格统计分析实际上被夸大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，因为非交易带来的效果并未从标准普尔 500 指数中剔除出去。非交易指的是当交易指令过多而没有得到完全执行造成的市场冻结时期。该份报告也对其他相关研究提出了质疑。其他相关报告认为，即使在冻结期，股市的均衡也被衍生品交易所打破甚至扭曲，所以研究也必须考虑到冻结期的价格。另外，如果剔除掉这一因素，那么现金市场的下跌很难得到来自期货市场的任何支持。

为了证明这个结论，研究人员竭尽全力收集相关证据，但仍然没能找到任何线索证明是衍生品交易导致了市场的动荡乃至股市大跌。

对冲基金与市场动荡

在所有的衍生品市场交易中，对冲基金经理最为活跃。虽然第一只对冲基金诞生于 1949 年以前，对冲基金历史悠久，但对冲基金经理在 20 世纪 80 年代才迎来了他们的黄金时期。在这之前，对冲基金已经经历了近 20 多年的快速发展。20 世纪 80 年代，股市波动加大，对冲基金足迹遍布金融市场的各个领域，他们在一个市场做多，到另一个市场做空，无论市场是上涨还是下降，对冲基金的经理们都可以赚得盆满钵满。对冲基金的魅力就在于无论市场行情如何，它都可以获利。

最初，对冲基金的设计初衷基于对交易中的风险做对冲，规避市场行情系统性变化带来的损失，这也是对冲基金的应有之意。也就是说，一旦市场行情出现变化，对冲基金经理们就会将资金转入构建多头或空头仓位，以谋取利润。20 世纪末，对冲基金被指成为亚洲金融危机的始作俑者。港府甚至指责对冲基金在 1998 年集体对港币发起攻击。对冲基金集中抛售港币，导致港币大幅贬值，进而以美元买回港币归还港币借款，牟取暴利，并同时进入股市，做空蓝筹大盘股。期望通过如此一系列的操作，对那些认为港币币值坚挺的投机者进行围攻。港府认为，对冲基金同时对货币市场和股票市场做空。港府为了保持币值稳定，不惜动用大量外汇储备，买入港币，解除港币币值下浮压力，并同时对那些持有大量做空头寸的投机者进行打击。虽然这次双方博弈最终以港府胜利告终，但同时也产生了一个更为持久的压力。在所有的对冲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金经理中，索罗斯名气最大。他被指于1992年9月做空英镑，导致了英格兰银行“破产”。不管怎样，索罗斯的对冲基金对英镑的大幅贬值一定起到了某种破坏作用。索罗斯在与英格兰银行的博弈中获得了胜利，但在亚洲金融危机中却以失败告终。在对冲基金的损失案例中，美国长期资本管理公司的破产堪称业界最为知名。该基金借入了1 250亿美元，这个数目甚至比一些小国家的外汇储备还要多。随着汇率的大幅波动，该基金于1998年陷入破产边缘。

美国长期资本管理公司的核心问题在于该基金卷入了一场高杠杆交易当中。此类高杠杆业务在市场行情好的时候的确可以保证对冲基金赚取高额利润。换一种说法，当赌博结果朝着它所期望的方向运行时，通过高杠杆这种以小搏大的方式，对冲基金的确可以获得超高的利润回报，但如果市场运行方向与预期相反，损失也难以估计。当时，还有一种高杠杆工具比较常见，即高杠杆收购交易。这些对冲交易基本都取得了成功，主要是因为他们买入的是基金经理们比较熟悉的真实资产，然后再投入到生产环节，以此获取高额回报。

对冲基金都具有很高的杠杆率，并善于在不同的资产市场中呼风唤雨。另外，对冲基金所进行的交易错综复杂，变幻莫测。为此，市场参与者对于此类交易充满着莫名的喜爱，对冲基金经理们也把自己看做是市场中的冷血杀手，不会放过任何一个猎杀机会。对冲基金的魅力的确很大，很多市场中的投资者开始厌恶传统市场中的俗套交易方式，开始喜欢上这种复杂、多变、与衍生品交织在一起的对冲基金市场挑战。几乎所有的基金经理都认为他们运作的基金市场表现源于操控技术。然而，很多传统基金的不俗表现却仅仅是因为牛市带来的整体繁荣。对冲基金经理们不但善于驾驭牛市，而且在熊市中可能做得最好。这是因为对冲基金的特别交易方式，他们在股市严重下挫的大熊市中往往会选择更重的仓位。

这些对冲基金的经理们不仅仅可以在股市的跌宕起伏中享受到精神的愉悦，而且还可以在经济上得到实实在在的回报。很多基金经理的报酬与年度利润挂钩，比如可以拿到年利润的15%～25%的奖励。

随着更多的资金进入对冲基金，投资的动力得到进一步加强，寻找

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更高杠杆衍生品工具的冲动一浪高过一浪，这一切使得对冲基金经理们处于一种完全不同的状态。在这种状态下，资本市场越来越脱离其所依赖的真实资产，越走越远。

对冲基金独特的操作方式让我们相信，对冲基金将资本市场与真实经济之间的距离拉得越来越远，资本市场已日益脱离其所赖以生存的真实经济活动。然而，从另一个侧面我们也看到，对冲基金的确应该对市场动荡负有责任。对冲基金扩大了市场动荡的波幅，起到了推波助澜的作用。比如，在市场下行期间，对冲基金集中做空，抛售其所持有的资产。但我们却不能认为是对冲基金触发了市场动荡的发生。所以，我们也很难找到足够的事实根据来迎合当前此起彼伏的“对冲基金恶魔说”。

投资组合保险与市场动荡

每次股市下泻，人们都习惯去追寻原因，而在很多情况下找到的只是替罪羊而已。1987 年金融市场危机爆发后，人们更是想尽办法找寻原因。其中，一个被称为“投资组合保险”的交易品种被认定为罪魁祸首。“投资组合保险”的运作方式在一份总统委员会（Presidential Commission）的报告中被重点提及。该报告对股市下泻原因进行了诸多调查，并就采取哪些措施避免此类事件再次发生做了说明。这份总统特别行动组的调查报通常被称为“布拉迪报告”，名字取自总统委员会主席的名字尼古拉斯·布拉迪，该份报告对市场运作机制进行了分析。1998 年，此报告公之于众，向广大民众阐释了这样一个观点，即股市在某个时点出现的问题被一些机构参与者的行为放大并且加剧，由此也说明了股市具有非常脆弱的一面，而其中大约 60% 的散户投资人利益很难得到保障。

报告认为，股市最初的下跌来源于那些机构投资者和一小部分互助基金，机构投资者通过大量使用投资组合保险工具做空市场，互助基金为了偿付投资人的收益也加入到做空团队当中。这样，这些对价格非常敏感的机构投资者面对着股市最初的微小下跌开始了做空的操作，从而推动了趋势性下跌行情的出现。这些机构投资者同时在现货股票市场和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货市场操作，期货市场的做空压力会通过指数套利的途径传播到现货股票市场。

投资组合保险听起来似乎是基于某种数理统计类基础，但实际上完全不是这样。该种交易方式的保险因素来源于通过买入一个投资组合的看跌期权，或通过购买一个期货合约来对冲掉投资组合未来损失的方式对股票进行对冲投资交易。看跌期权或卖出期权，顾名思义，基于对未来股价下跌的预期，使期权的买入方获得一种卖出权力，即无论将来股价下跌到什么价位，期权的买入者都可以按照以前约定的价格卖出期权合约标的股票。当然，作为一种选择权，如果股票价格出现了上涨，期权的买入方也可以不执行卖出义务。

实际上，虽然投资组合保险交易方式林林总总，但万变不离其宗，都是在股价下跌时出售股票的一种方式而已。当然，在具体操作上也不是很简单，毕竟这个交易产品是加利福尼亚大学两位教授海恩·利兰和马克·鲁宾斯坦的智慧结晶。他们通过复杂的数学公式告诉投资者何时应该对其所持有的股票或者期货进行平仓，以轧平损失。轧平损失的道理不算什么新奇，但通过期货市场对现货市场进行反向操作达到轧平损失的方式对之前的操作手法确是一个重要补充。1987 年，有很多较大的机构投资者使用了投资组合交易，并且在当年股灾爆发前夜，通过投资组合保险覆盖风险的股票市值已达到了 600 亿美元。

然而，1987 年的股灾彻底摧毁了投资组合保险的神话。因为股票市场的崩溃显示了在卖空压力下的股票市场极度缺乏流动性，无法为现货市场和期货市场的反向对冲交易提供流动性支持。更为重要的是，当危机来临，抛售情绪弥漫整个市场的时候，大的机构投资者往往会失去耐心，放弃期货、现货两个市场上的操作策略，转而抛售一切。当然，当机构投资者出现抛售恐慌之前，投资组合交易的操作也已经触发了市场一定程度的下跌。但这并不等于说就是投资组合保险导致了 1987 年股灾的爆发。有趣的是，股灾爆发后的一份研究表明，当时只有很少一部分机构投资者（大约只有 5.5%）承认当时使用了投资组合保险交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动量投资与股市动荡

虽然投资组合保险的交易方式最后完全消声灭迹了，但其某些交易思路却体现在了另一种交易方式上，即动量投资。动量投资在20世纪90年代股市繁荣时期颇受股市交易者的青睐。简言之，动量投资就是一个跟踪交易流的理论。这种方式在股市处于上行通道时鼓励买入，反之，鼓励卖出。这与逆势而为赚取利润的理论背道而驰。然而，在牛市行情进行动量投资操作顺势而为其实也没有什么可以称道的，但由于动量投资可以通过交易自己创造趋势，所以跟随者也很多。正如信奉投资组合保险交易的投资者一样，动量投资的交易者为了在市场中形成某种趋势不遗余力，因此也加剧了市场的动荡。

程式交易与股市动荡

其实，投资组合保险和动量投资两种方式有一个共同的特点，即二者在具体的操作过程中均使用了程式操作。所谓程式操作指的是当股票价格达到一个设定水平时，电脑程序便会自动控制买入和卖出。在华尔街的交易额中，通过程式交易完成的占据了相当高的比重。截至2000年，通过程式交易完成的交易额占到了整个交易额的27%。之后，程式交易量大幅下降。据2008年纽交所数据显示，程式交易额已下降到20%左右，虽然绝对量仍然不低，但与之前相比已经相差很多了。乍看起来，整个市场的交易都是通过电脑程序完成的。这种看法其实存在某种误解。因为电脑就是一个不会讲话的机器，最终还是由人类的智慧控制的。程式交易，顾名思义，是由对行情、买点和卖点等持有决定性意见的战略分析师设计的。程式交易只是在执行某种事先已安排好的决策罢了。

新技术与股市动荡

技术的发展永远都会对股市的运行产生重要影响。在20世纪20年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代，电话技术被交易员大量使用，推动了股票的成交效率和整体的成交量。到了90年代，互联网的发展堪称一次革命，使得股票交易更为便捷，并使得散户们也可以得到某些股票交易信息，这些信息之前却只有机构投资者才能够获得。纽约股票交易所相关数据显示，平均网上交易账户由1997年3月的每天96 002个增加到2000年3月的日均1 371 000个。投资公司Chase，Hambrecht和Quest估计，1999年的后三个月，网上交易额占华尔街总体交易额的17.6%，而到了2000年第一季度，这个数据就上升到了20.6%。

更便捷地进入股市一方面推升了交易量，另一方面也使波动性加剧。在纳斯达克高科技股票市场表现得更为突出。1980～1989年，纳斯达克的那些股票年度交易率（股票换手率）为91.8%。而在1995～1999年间，该数据已经达到了252%。主板市场的交易率也由51.5%上升到67%。到了20世纪90年代末大牛市末，主板市场的年度交易率达到了78%。世界其他地区，交易率上升幅度更大，1998年伦敦的数据为79%，巴黎为67%，而在法兰克福，该数据竟然高达289%。

牛市永远都在助推交易量，但牛市未必就一定引发股市更大的动荡。由于国际互联网的普及，每日交割的方式在股市逐渐变得普遍，尤其是在90年代，单日买进、卖出的行为越来越多。SEC发现，1997年通过互联网交易的账户数量达到370万，1999年该数据上升到970万。单日交易，顾名思义，绝不是长期投资者。他们的交易以天计算，甚至以分钟计算。单笔交易金额非常之小，次数却异常频繁。大量单日交易投资者的存在加剧了华尔街股市的单日波动（伦敦的股市也在不同程度上受此影响）。然而，单日交易的活跃也往往是牛市行情的一个典型现象。牛市行情消失的时候，单日交易投资者也就不知去向了。

集中的力量

尽管单日交割的投资者引人注目，但真正的市场力量还是来自那些机构投资者，且这种趋势愈加明显。机构投资者可以在散户之前得到信息，并且有能力抢在其他类型交易者之前完成交易。大型机构交易者的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威力惊人，因为所有的交易能量都集中在少数几个投资者手中。50 年前，90% 多的华尔街上市股票集中在散户手中。1998 年，散户所持有的股票份额仅仅占到 41%。从绝对量上看，散户股东的数量出现了增加，尤其在 20 世纪 90 年代股市繁荣期，散户增加了许多。1989 年，美国有 2 700 万散户投资者，1998 年该数据为 3 380 万。同时，越来越多的资金投入到共同基金（比如众人皆知的英国 Unit Trusts）、养老基金和人寿保险项目当中。尽管这意味着散户也能够以一种间接的方式对整个股市产生更大的影响，但这些汇聚的资金最后集中到了几个少数人手中。这些大型基金的管理者并不会比市场中的那些非专业投资者高明到哪里去，也会犯同样的错误。

那么，现在的问题就是，面对着不断涌入的资金，基金经理们是否真的比普通人更了解投资艺术，能创造更大的投资回报呢？如果你对于那些基金的宣传广告笃信不疑，那么你一定会认为他们是最好的股市驾驭者，股票投资非找他们不可。然而，一份基于 1955 ~ 1964 年 115 个基金的经典调查报告显示，基金经理们非但不能给投资者带来一个平均的市场收益，而且如果考虑到基金管理费因素，投资到基金的资金回报率比普通的股票投资还要低。另一份研究选择了 1 200 个职业投资组合基金经理，样本期间为 1968 ~ 1977 年。该分研究显示，在最好时期，他们的基金收益率也仅仅比大市高出 1.5 个百分点。1985 年，商业周刊刊载了一份基金评估服务的调查报告。该份报告显示，从 1975 ~ 1984 年的任何一年，美国基金经理所取得的投资回报率均低于大盘指数的平均值。在 1984 年这个最坏的年景，74% 的基金经理其投资回报率均跑输大盘指数。其中，56% 的基金经理取得的业绩低于蓝筹股指数的表现。

对基金经理们过分苛刻的要求似乎有些不公平，因为很难做到持续得跑赢大盘。正如伯顿·马尔基尔在《漫步华尔街》（*A Random Walk Down Wall Street*）[⊖]一书中所揭示的，没有任何科学证据可以证明，专业的投资团队管理的投资组合其市场表现会比随机挑选的投资组合要好。

⊖ 此书已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯顿·马尔基尔自从在 1973 年做出了如上论断之后，他经常被质问 20 年后他的观点是否还站得住脚。他每次都很高兴地回答：他似乎没有改变其观点的必要。因为从 1974 ~ 1994 年间，2/3 的专业管理投资组合其市场表现都没能优于无人管理的标准普尔 500 指数股票。

当然，个别基金经理的投资表现优于股指平均水平，有的甚至要好得多（虽然最好的投资经理也难以持续保持这样的业绩），但问题的关键不在这里。我们应该看到的是基金经理们掌控着巨量资金，从而对股价有着难以估量的影响力。而即便这样，他们也仅仅是偶尔跑赢大盘。这说明，面对着市场的压力，他们也如业余投资人一样，恐慌有余、镇定不足。

虽然还缺乏证据证明专业的基金管理人运作资金的方式与散户有所不同，但他们羊群效应的本能表现却非常明显。第 7 章会就此加以阐述，现在仅仅指出在这个相对狭小的投资经理圈子，羊群效应对他们的影响非常之大。这与客户施加的压力也有关。客户对于基金经理的操作比较敏感，如果基金经理计划逆市操作，那么客户就会向基金经理们施压。市场一旦出现某种恐慌，基金的持有者纷纷选择抛售，在这种情况下，基金经理们迫于赎回压力卖掉资产。所以，有时候基金经理们的不良业绩表现仅仅是其客户在恐慌中急于赎回资金的一种表现。然而，即便这样挑客户的毛病、责怪他们（这种现象在消费业很普遍，在这里提及可能比较合适）也并不能掩盖基金经理们不正常的抱团操作行为。开始，他们经常彼此团结协作。他们焦虑地盯着那些相同的指标，这些指标与他们的业绩有很大关系。正如很多其他小团体一样，基金经理们说着同样的行话，并隐晦地表达着他们的操作意图，外人根本揣测不明白。

大家的操作手法和操作方向相同揭示了市场为什么永远朝着一个方向运动。这里要提及的是，这种同向的操作力量不断集聚。即便我们不考虑所谓的权力腐败问题，但大量的资金集中到少数几个人手中的情况无疑会导致外部的大量投资者失去话语权，毫无影响力。

表 5-2 向大家展示了美国基金规模的不断增长如何在基金经理的操控下对股票市场形成了垄断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华章经典

表 5-2 华尔街基金管理的增长

基金类型	基金持有股票的比重		
	1950 年	1970 年	1998 年
共同基金	2.0	4.1	11.3
联邦和地方政府的退休金计划	0.0	1.2	11.4
私人养老金	0.0	0.0	8.9
银行个人信托和不动产	0.0	10.9	3.8
私人养老金收益计划	0.8	8.0	5.6
非家庭持有的共同基金	0.0	0.6	5.0
人寿保险金	1.3	1.5	3.5
总计	4.1	26.3	49.5

资料来源：Adapted from Table 16 in New York Stock Exchange, *Shareownership* 2000.

尽管纽约证券交易所 2008 年并没有更新股权持有结构数据，但 2006 年美国联邦会议董事会在 2006 年做的一份调查显示，在美国前 1 000 名大公司的股票中，个人持股比例仅仅为 24%，而 34% 的大公司股票在这里挂牌上市交易。这使得机构投资者持股比例从 2000 年的 61% 上升到了 76%。在各类股票交易场所，机构投资者持有的股票比例达到了 66%。

1970 年以来，基金经理对市场的控制力几乎翻了一倍，如果与 1950 年相比，控制力则增长了 12 倍。那些控制市场的基金经理成了市场上的做市商。之所以成为目前的状况，不仅仅是技术上的原因，更是因为机构投资者在市场上有能力使其交易指令在其他投资者之前发出并形成交易。另外，机构投资者的交易也能够形成市场趋势。

投行的兴起

2008 年，美国投资银行的倒闭（欧洲的情况也相同）使得传统的零售类银行看起来更好。20 世纪 90 年代末那几年投资银行力量的增长也反映了基金经理力量的膨胀。这些投行起源于英国，当时被称作商人银行。尽管英国称自己是这类银行的创始人或鼻祖，但这些以服务于企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业筹资、并购为目的的银行作为独立的群体在英国实际上并不存在了。美国的投资银行在全球领域成为了霸主。

20 世纪 80 年代以前，投行不允许经营债券，但当相关的限制措施取消，并且英国也取消了某些交易壁垒的时候，投行的生意红火起来。它们不仅发行新股，承销证券，担任财务顾问，而且成了主要的股票交易商和证券市场信息的主要供应商。

随着投行力量的不断壮大，广大公众对商业银行与投行混业经营的运作模式愈发担心。因此，投行部门宣称自己已经在内部设置了“中国墙”，将不同部门之间的利益冲突分隔开来。设置“中国墙”的初衷主要是将证券经纪人和融资部门之间的利益分割开来，因为他们分别代表了股票的买卖双方利益，两方的利益很可能不同。即便在股票经纪部门内部，也设置了绝缘的机制，比如在股市研究部门、销售部门以及资本筹集部门之间就设置了封闭措施。

在 20 世纪 90 年代的牛市行情，“中国墙”的设置愈发严格并受到了巨大压力。因为当时筹资部门在新股发行中获得了大量的资金，而股票经纪部门则面临着巨大的市场竞争导致利润骤减。所以，当时投行的精明人士寻求销售人员代表上市公司鼓吹股票的大好前景，股票分析师当然也被要求更加卖力粉饰各种投资报告，以求增加基金的销量。可以说，即使这些投行人士没有极力热情地发出买入信号，但至少他们也没有表达任何卖出的意思，他们对于其服务的上市公司表现了极大的忠诚，为其挂牌股票殚精竭虑。

2002 年，这种火爆的情形出现了变化。斯皮策，这位纽约州首席大法官对美林证券研究部开展了一次调查。这次调查持续了 10 个月之久，调查发现，为了保证投行的生意及可观的利润，美林研究部门故意发布误导信息，以增加市场上对美林支持股票的买入量。斯皮策发现了美林证券的一封内部邮件，在这封邮件里，美林分析师对其为客户所推荐的股票冷嘲热讽，嬉笑不已。斯皮策当时把这件事形容成“华尔街最受信赖公司对投资人导演出的一幕惊人背叛事件”。虽然美林证券否认该项指控，但在 2002 年 5 月该案达成了庭外和解，美林支付了 1 000 万美元的罚金以及发布了道歉声明。美林也同意将其分析师的报酬同美林证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户的收益分开考核，并采用了其他诸多手段对分析师行为进行监督。接下来的一个月，美林宣布将根据研究和预测的准确性作为分析师薪水的核定标准，该方法使分析师们感到异常难受。

斯皮策也对其他投资银行进行了相关调查，并建议投行将研究部门与销售部门剥离开来。

让人感到有些讽刺意味的是，查尔斯·梅尔作为美林公司的奠基人之一，他倡导一种称做“人民资本主义”的理念，并创立了一种吸引小投资人进入股市的商业模式。他也以对客户忠诚著称，他曾表示过，一定要向投资人传达真实的投资建议，即使这种信息对美林的利润有负面影响也无所谓。在1929年股灾爆发前的一年，查尔斯·梅尔给他的客户写了这样一段话：我们不鼓励你们不顾一切的卖掉所有的股票，但我主张你们利用现在空前的高价位，调整自己的仓位，将自己的财务分配规划好。看到这里，我们很难想象美林的分析师在1999年发布如此的投资建议。在1929年股灾20年后，美林的规模和业务量发生了翻天覆地的变化，查尔斯·梅尔在写给他新的合作伙伴的信中说：“在潜在的投资人和投机商里，有很大一部分人对于前景的判断非常迷茫和焦虑。他们对证券公司及相关部门的操作动机、运作流程以及那里的从业人员均表示怀疑和不信任。”

这仿佛是梅尔先生与大法官斯皮策进行的跨越时空的对话。非主观行为造成的结果看起来在美林事件上的确存在。梅尔在20世纪40年代警告过的投资人对投行的不信任和质疑问题不仅仅在美林公司存在，所以这可能会多少赢得一些同情。

美林事件在斯皮策调查之前已经在社会上引起了关注，并且这种关注是国际性的，绝不仅仅在美国如此。金融信息媒体彭博资讯社在2001年于英国做过一次调查，调查显示，78%的代理交易员（英国特有的制度，在这种制度下，公司指定股票交易员负责财务融资咨询和监管合规等事务）对英国前最大30位公司的股票提出了买入的建议。与此形成对照的是，在非代理交易员中（包括其他公司的代理交易员），仅有47%的比例建议买入。在所有的代理交易员中，几乎没有一个人对其所代理的客户公司股票，提出卖出建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近年来，总的趋势是，卖出的建议直线下降，买入的建议迅速增加。Zachs 投资研究机构对 1999 年的 6 000 只股票的分析建议进行了统计，发现只有 1% 的建议为卖出，69.5% 的建议为买入，另外 29.5% 的建议是持有。而在 10 年前，卖出建议的比例还是 1999 年的 9 倍，当时也是华尔街牛市行情的末期。

也有人说，分析师的任何建议都无足轻重，因为广大投资人毕竟自己做出买入或卖出的判断。然而也有大量证据表明，这些分析师的建议对股票市场的确发挥着重要的影响。1984 年对伦敦证券交易所 4 000 只交易商预测股票收益的调查显示，基于交易商建议的股票市场表现优于大盘 2.2%。有趣的是，该份调查的作者并没有将这种交易商趋同的预测结果归咎于串谋，而是说与客观的信息分析有关。

1984 年报告撰写和发布之时，股市的表现与 20 世纪 90 年代相比相差甚远了。一些股票分析师，尤其是高盛的 Abby Joseph Cohen 和美林的 Henry Blodget 这几位热烈支持牛市观点的分析师都成了媒体的宠儿。他们鼓励投资者大量买入股票的言论经常被媒体引用。支持牛市行情的分析师受到了其所支持的上市公司的欢迎，而面对着股价的上涨，投资人也非常满意。这些投资预测几乎又是自我实现的。之所以这么说，是因为分析师们不仅仅局限于使用他们的投资报告，而是会大量动用包括电视媒体在内的传媒工具，比如美国著名的财经电视频道 CNBC。同时，报纸更是扩大了它们的宣传覆盖面，报纸会大篇幅删减诸如欧洲饥荒等让读者感到乏味疲劳的内容，取而代之的是精彩的、令人激动不已的股票分析报告。

保持牛市行情需要良好的团队精神，也表明了那些具有前瞻性眼光的人完全掌握了某种方法，分析报告的价值已不再由公司业绩决定了。现在问题的关键已不是公司业绩如何，而是其他分析师们认为它的业绩如何。这样，公司并不着急做好业绩以达到分析师预测的水平，而是做出一些指标以供分析师们进行预测股价走势。20 世纪 90 年代的股票市场虽然没有什么新经济因素支持，但也非常强劲。太多人的人喜欢谈论股市，也有足够的耐心面对某些疑惑。对股市的谈论来自最高层。在白宫，克林顿总统看起来很高兴，在他的任期内美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济持续繁荣，国民更加富庶，并且下一个总统在任期内很可能也会坐享其成地继续享用经济的繁荣。美联储主席格林斯潘被认为是这次繁荣的缔造者。上市公司的高管所持有的股票期权价值不断攀升，这使得他们相信是他们的聪明才智使得所有其他人生活变得富裕起来。同时，投资银行的收入也不断翻新，他们不断地通过并购和股票交易获取大量利润。

投行、基金经理、股票交易商一直都在谨慎地从事自营交易，随着行情的一路高涨，他们开始鱼贯而入地公然冲进股市，自己做起股票生意来。更严重的是，大量的个体经理人和其他市场的专业人士也开始为自己的股票交易忙碌起来。鉴于这种自营交易行为在很多机构都是禁止的，现在更是在很多地方都是不允许的，所以除了获得另行小道消息外，很难弄清楚当时究竟有多少人自己从事交易。自营交易的确存在问题，因为这会使专业的经理人分神，去考虑自己股票买卖的得失。尤其是那些基金经理，他们这样做是在牺牲客户的利益，为了私利，他们会将自己的买卖指令在客户之前发出去，以抓住时机获利。极端的例子是，有些基金经理使用客户的资金，在极短的时间内通过时间差的方式谋取利差。

以公司为单位的自营交易在很多国家和法律规定中都是可以的。但是，这也会导致利益冲突。比如，银行或交易商的自营头寸与其客户的头寸持有的思路不同，那么投行或交易商会建议客户改变头寸，来适应自己的持有理念。所以可以想象，如果这些被广为尊敬和信赖的专家都不能保持冷静，一心一意为客户服务，而是存有私利，发出误导的错误信号，那么市场中还有希望找到投资的净土吗？

对于股市泡沫破裂时，投资者是否就该认命，由记者转行的资深基金经理尼尔·巴斯基（Neil Barsky）表达了似乎有些情绪的看法，他说：

> 现实的情况是，在华尔街的投资分析人士中，像美林证券的Blodget先生这样对当时美国股市过分狂热的状况敢于直言的凤毛麟角，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然被广大同行和投资者恶语相加，但他仍然坚持自己的观点，对投资者保持忠诚、冷静的态度。而那些通过股票期权富裕起来的公司高管们，眼睛只盯在他的股票上面，并用尽各种办法增加数字取悦华尔街。会计师们更是愿意满足公司的各种要求。投资人呢？可能我要先说对不起了，因为我可能不会同情他们。但是我不记得基金经理们因为华尔街的利益冲突而有过抱怨，但首次发行上市的股票在第一天就会跌破发行价。

巴斯基的一项建议就是让投资者本人去自食其果，这样才能挽救当前的局面。他认为，上市公司应该停止发布盈利报告，分析师们应该停止发布交易指导建议，投资人应该根据自已掌握的现实信息自己做出投资决策。

虽然可能性不大，但如果巴斯基的建议被采纳，那么很多高收入人群就会发现他们自己正在享受着一种危险的愉悦。毋庸置疑的是，他们还没有察觉到这一点。

股票期权病毒

在美国，很多公司员工都持有公司的股票期权。所以，股价下跌，这些普通股票期权持有者也会不太高兴。美国雇员所有权管理中心估计，20世纪90年代末，大约有1 000万美国公民持有公司股票期权。听起来，一项新的持股民主制度正在形成，但实际上绝大多数的股票期权被少数几个高级管理人员所持有。股票期权是这些高管人员报酬的主要构成部分。沃伦·巴菲特曾经说过，股票期权制度并没有扩大财富，激励员工，而是创造了一种机制过分地夸大财富。

这可不是小事情。标准普尔曾针对标准普尔500指数公司的盈利情况做过一次调查。调查显示，如果将这些公司的股票期权算为支出，那么这些公司2001年的盈利率将下降23%。这个问题不单单出现在美国，Dresdner Kleinwort Wasserstein银行做过另一份调查，结果也显示，由于没有将股票期权算做支出成本，这导致了2003年公司盈利普遍上浮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

23%，2000 年盈利上浮了 11%。2002 年 5 月，标准普尔考虑到股市有关指标的调整，计划将盈利计算模式加以修正，将公司股票期权算做成本费用支付。这种方式与美国参议院的提案相一致，该份提案由 Carl Levin 和 John McCain 提出。此份提案关键是要求对股票期权的双重标准问题加以修正。股票期权的双重标准指的是既要求将期权看做成本费用支出，同时公司高管在取得期权奖励时享受税收优惠。该提案没有写进法律。对股票期权的关注不仅仅在美国如此。在英国，国际会计标准委员会于 2002 年开始制定相关规则，拟将股票期权看做是相对于利润的成本支出，这一点与美国的提案不谋而合。

我们将在第 9 章更为详细地讨论股票期权如何对盈利数据产生影响，或者说如何扭曲了盈利数据。

贪婪的传染性

由于公司股票价值承载了太多的东西，并且与每股利润指标偏离得越来越远，大家的关注点因此转向了粉饰股票价格，这种行为甚至达到了对广大投资者进行集体欺骗的程度。安然公司的倒闭据说与此有关。

基金经理 Jeremy Grantham 在 2000 年 7 月说过，本次牛市行情的阴谋之所以比以往任何一次都复杂和庞大，股票期权难辞其咎。股票期权不是帮助管理层变成了富人，而是帮助他们达到了富可敌国的程度。当前，数以亿计的财富从广大股东手里通过股票期权的游戏流到了公司高管的腰包。

甚至自由市场的铁杆拥护者，坚决反对过度监管的格林斯潘也担心股票期权病毒和会计的不规范处理所带来的危害。他要求对存在欺诈的管理层施以严厉的惩罚。在 2002 年 7 月的一次国会发言中用“传染性贪婪”来形容股市的风险。格林斯潘曾经在 1996 年就警告过当时的股市存在着非理性的繁荣。他说，20 世纪 90 年代的股市繁荣为贪婪者提供了绝好的机会。他还补充说：“这并不是因为现在的人比他们的祖辈们变得更贪婪，而是通向贪婪的大路更宽广通畅了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001年9月17日，在“9·11”恐怖袭击后的开始第一天，纽约股市便出现大幅下跌，当时看起来很可能要终结20世纪90年代末的牛市行情。然而，股市的下挫趋势很快得到了扭转。由于缺乏一个强大且持续的做空力量，股市跌势趋缓，但长期低迷的气氛开始笼罩上来。截至2002年中期，这种所谓的阴跌趋势将股价从2000年3月24日的最高点下拉了近40%。股价持续的阴跌导致了当时股价跌幅居第二次世界大战以来的第二位。这时，种种迹象表明，中小投资者开始意识到牛市已经开始掉头朝下。2002年7月间，美国股市投资者从股市迅速撤出了大约500亿美元的资金。如此高的资金撤离无疑给股市增添了更大的压力，这迫使基金经理人继续减仓以应付赎回的压力。所有这一切也预示着华尔街长期以来积聚的问题开始暴露，至少在短期内是这样。

股价持续的下跌趋势从华尔街开始蔓延到其他市场。股市的连续跳水使公司股东措手不及。人们更为担心整个金融系统内部正在出现一种新的、不稳定的力量，这种力量不断晃动着金融系统的根基、威胁着股票市场的传统韧性，蚕食着股市反弹的动力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章
Chapter 6

证券交易员和基金经理

人们在股票市场最艰难的时候应该如何应对恐慌？他们应该采取何种策略来避免恐慌带来的影响呢？一旦理论被搁置一旁，而且我们已经讨论了太多恼人的股市崩盘原因的时候，我们就需要问问这两个问题了。为了探究这个问题，我深入采访了两名成功的股市专家，他们在股市恐慌的时期直接管理着大笔的基金。

当然，任何两个人都不能够代表基金经理这个成分复杂的群体，而且他们两个的经验也未必适用于每个人。我研究的这两个人只是亲自看到了并有足够的经验理解股市上所发生的事。如同其他的股市专家一样，他们也对市场如何运作和基金经理应该如何应对危机有明确的见解。这一章主要就是传授他们独特的知识和经验。

交易员：沃伦·普雷汉克

沃伦·普雷汉克是德意志银行的分支机构——德意志亚洲证券亚洲太平洋公司（前日本公司）现金交易的负责人。他是一位精通证券业务的交易员，从基础职位做起慢慢升为高层，运用智慧和经验获取了关于股市渊博的知识。

在投资行业似乎有种“官”“民”之别，它体现在证券交易员、从事管理的人和股市分析师不同的社会和教育背景。这种差别在本章所介

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绍的两位的背景上也有所表现。

普雷汉克是一个语速很快，思维敏捷的伦敦人。虽然他大部分的工作生涯都在海外渡过，说话时却依然保留着很明显的伦敦土腔。他言谈中总是带着粗话，这在交易大厅中不足为奇，但是在更加显得彬彬有礼的投资银行界却不太受欢迎。

他开始时是做斯宾塞·桑顿的信息员，一个专门研究美国股票的英国经纪人。他从工作中所得到的令其印象最深的就是意识到了结算的重要性。换言之，就是用到位的文书作为执行和完成交易的基本业务。随着一步步升职，他发现“人们对这项工作总是想当然，而且这部分又经常是在削减成本时第一个被砍掉。事实上这部分工作其实却是需要有长期工作经验的专业人员来做的，如果搞错就会损失一大笔钱。”并且在大业务量的压力下出错几率很大。股票经纪人有压力时，最容易蒙受损失并很有可能陷入困境。

1983 年，他加入了美国道富银行，全球领先的提供托管服务的银行之一，在那里他对上述的观点体会更深。一年后，他跳槽到巴林银行远东证券部，最初负责操盘方面的工作，后来在 1985 年初转到交易柜台。

那时的股票买卖双方和交易员之间的关系要直接得多。他说，现在这个链条上可能有 8 个人，包括基金经理、分析师、销售经理、交易员等。每一方都可以对交易提出不同意见。在恐慌时期，有可能发生两件事：一种是他们都持有相同的观点，即承认失败；而且会加强彼此的观点。另一种是由于买卖过程中涉及了太多的人，这就使需要决策的时候过程缓慢。普雷汉克很喜欢所有人倾向认输的时刻。“这就是买入的时机，”他说。

然而，在 1985 年他还没有足够的自信做出这样的判断。幸运的是他有一位难得的导师——克里斯多夫·希斯，在希斯的领导下巴林银行在亚洲市场特别是日本市场收获盛名，因为希斯正确地判断出日本市场正在向大牛市发展。由于普雷汉克在众多交易员中的表现突出，他被升职到东京负责交易柜台，当时正巧赶上 1987 年的崩盘。虽然其后的复苏很迅速，但是普雷汉克发现自己陷入新的危机——他认为自己非常不幸被困在公司之中。1995 年，尼克·里森的恶意交易行为击垮了巴林

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行。此时的普雷汉克以中国香港为基地负责银行的亚洲区交易。当其他同僚纷纷离开公司时，他选择留下帮助收拾残局。清理结束不久他又深陷于1997年由泰铢贬值引发的另一场危机，并经历了这场危机其后给亚洲证券市场造成的较大余波。

普雷汉克目前就职于德意志证券亚洲部，是除日本外整个亚太地区即时交易的主要负责人。他负责抄盘所有的蓝筹股和小盘股。普雷汉克和他的团队在中国香港长江中心56楼的开放式办公室工作。这个办公室俯瞰港湾，视野极佳，但是办公室中的人很少欣赏这美丽的景色，如果他们抬头，都是在看那块悬挂的巨大电视屏幕，里面播放的不是美国有线新闻网就是财经频道。

普雷汉克办公桌上有四台电脑，大部分时间他都是一边浏览其中的两台，一边喊出买卖的指令，或者通过麦克风与海外交易室联络，或者在接其他各种电话；期间还抽时间与同事交流观点。“你必须能同时参与四五个会谈，”普雷汉克说。与此同时他正对其中一块屏幕上所显示的他的一笔交易完成情况点头表示满意。偶尔他会喊出一笔大的委托，需要好几个人来交割，“我要卖出100万的（某一股票的名称）”。不出几秒钟便有人交付好委托回来。

我们通过突然投入市场去确保只有几个百分点的交易而赚钱。交易员从来不是多愁善感的人，普雷汉克当然也不例外。“我爱上任何东西不会超过两秒钟，”他玩笑着说。一分钟前还非常值得买的股票可能突然就会变成必须得卖出去的股票了。

“我就像一个交响乐团的指挥。我喊，我吼，我叫，甚至开玩笑。我让整个乐团成为一体，就像我们的工作就是组合好各种交易一样。”

“我们的工作就是把握时机，我们要努力建立一个信息渠道，并且对于某些股票我们要控股。为了达到这个目标为我们需要熟悉各种消息从而知道在哪里需要注入流动性。”这个游戏的名字叫“价格独裁者”。我们在游戏中获胜是通过关注相对少量的股票然后确定“我们持有这只股票的量比任何人都多。”这就意味着任何想要买卖股票的人必须找你们做交易。普雷汉克听起来有些好斗，他像只鹰一样守卫着自己的交易地位，他和他团队确保自己的位置不会被任何对手领先。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他经历过三次股市大崩盘；他亲眼目睹过英国最著名的金融机构之一由于里森鲁莽的交易行为而瓦解。这使他的态度很保守，与其留给别人的第一印象不太一样。

他不太赞同地说："我们业内人士基本上很乐观。因此当形势恶化时你们就会看到这样一种情形：他们认为既然股价已经跌了这么多，可能不会再跌多少了。但是事实是这些股票还有可能跌，可能再跌99%。"这就是为什么他对股票基本面分析很感兴趣也非常有风险意识，特别是对客户的信贷风险。

1987年很大程度上加速了他风险学习的过程，那一年他刚到东京，全球股市又几乎同时崩盘。因为从来没经历过一次真正的危机，他毫无准备。但不止普雷汉克，交易室还有很多新进员工，他们虽然不知道该怎么做，但是基本相信这场危机几天后就会平息。"我完全没经验，因为我从来没见过这种情况，而我又不能相信我的那些所谓经验丰富的上司。

不久，在交易员和公司管理层之间产生了很大的分歧。那种情形无疑很可怕。"我来到交易室，面对的都是卖单，根本就没有买单。期货市场已经暴跌还没有止损系统（不像在现货市场，一旦股市下跌一定百分比，日本当局就会强制平仓），我毫无办法。

即使那时，他回忆道，"也没有意识到情况糟糕，而且变得越来越差，因为我们没有什么其他东西可卖。"崩盘的第一天晚上他和一个客户出去喝酒。"我一生中从没见过一个人被打击成这个样子，简直愁得不成人样。事实上他一直在发抖因为他把全部身家都投进了股市。"普雷汉克的上司们没有在发抖却"被惊得目瞪口呆，他们天天忙于召开各种会议，等待国外派人来帮忙找到什么对策。"每个交易日的开盘，日本股市是最重要的，而因为时差问题，在日本的交易员不得不等上至少八个小时才能得到欧洲股市的信号，然后再等五个小时左右纽约股市才会开盘。在危机时期，这对国外公司设在日本子公司非常不利，这些公司拥有庞大的海外客户群，因为没有总部的指示它们不敢贸然行动。

普雷汉克说当时管理层最不想让交易员做的就是开价（提供股票的买卖价格）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"如果压力太大，经理们就会指示我们开一个没人可能会接受的价格。管理层想要继续控制局面，他们自欺欺人的想法是我们如果这样做，就会被认为在试图制造市场兴旺的假象。

正相反，交易员们认为这是一个赚大钱的机会……如果你们足够自信，这是一个最大的赚钱机会。

一边是交易员们坚持认为要买人，再买人，要认购权证；一边是管理层喊着卖出。我们损失了一大笔钱，我们最终也没有认购权证（赌股市会突然逆转的一种低成本，高风险的投机方式）。"

交易员的观点只用了一天的时间就被证明是正确的，因为最初的剧烈震荡后，抄底进场出现了。"每个人都想买人，"普雷汉克回忆道。那时还有人想搜索找出是"哪些白痴在这样的程度下还要沽货"。

从 1987 年的崩盘中，普雷汉克学到的主要教训是：在危机中机会是存在的；而且只要我们冷静的坐下并仔细考虑情况具体有多严重，股市还有可能下降多久，我们本可以意识到这些机会。在思考后发现这些问题的答案也许不是那么令人气馁时，公司本应该凭自身的能力购买股票。巴林银行当时拥有资金，本来可以有经验抓住这个机会。

我们现在知道，1987 年崩盘的影响并没有持续太久。在亚洲，尤其是东亚，这次崩盘很快被一次空前的繁荣所取代，而这场繁荣也使股票飙升到新高。这时普雷汉克转回伦敦，随后又被派到中国香港去监管伴随这次牛市而激增的交易。1987 年危机经历的和在日本的生活使他意识到股市的不稳定性。日本地震是他特别担忧的一件事，因此 1995 年日本神户大地震时，他就做好了准备。1 月 23 日日经 225 指数下挫近 6% 并且在随后 10 天内又暴跌超过 8%。这次暴跌重创了新加坡巴林期货公司对日经期货市场疯狂的多头头寸投机。而这次失败的投机是尼克·里森，巴林银行驻新加坡巴林期货公司首席交易员，在伦敦的老板们毫不知情的情况下做出的。地震一发生，普雷汉克就采取了一系列对策，买入日本与混凝土和建筑相关的股票，同时将其余所有股票抛售。日本股市后来的持续下跌证实了此举的英明，而当时对于普雷汉克更紧迫的是面对巴林银行的迅速崩溃。在荷兰控股的荷兰国际集团接管巴林银行的过程中，他选择和其他留下的同事一起收拾残局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亚洲的股票经纪业务经过两年的复苏，已有迹象表明亚洲市场的繁荣现象就快结束了。“有了在日本的经验，我一直相信在那时这个市场是不理智的，呈现一种疯狂的状态，每个人都兴致勃勃，忙个不停。管理层整天在外面打着高尔夫球，劳斯莱斯满街跑。”在这种情况下，他总会准备采取轻仓策略，换句话讲，他认为市场要开始衰退了。

这个策略本该奏效的，但是在香港股市却行不通，因为中国香港是亚洲股市中除日本外最活跃、流动性最强的股市。当亚洲金融危机进一步加重时，货币不停贬值，股市骤降。为了防止股市的进一步下跌并阻止港币贬值，在1998年的夏季的一天，中国香港政府毫无预期地疯狂扫购股票，最后，中国香港政府持有所有蓝筹股的大约10%。“我当时很被动，”普雷汉克说。此时采取轻仓政策的人都不得不尽力争买股票。这让我们付出了很大的代价，因为事实上中国香港政府已经吸入了股市外所有的流动性。这件事提供了另一个教训，即“永远都不要低估流动性的力量。”在这之前，他都没有太考虑过流动性对股市会造成的影响。这次政府对股市危机的突然回应，尽管极不寻常，却表明了危机阶段流动性不足的危险。

到第三次大恐慌来临时，普雷汉克已从过去积累了足够的经验。但是当美国“9·11”恐怖袭击发生时，他恰巧在度假。他回忆他手机当时就像“圣诞树一样闪烁不停”，因为他的同事们不断打来催他赶快回交易室。这次危机并不是1987年的再现。开始，袭击过后，华尔街股市重开之前有一段时间的间隔，正好提供了一个仔细考虑下一步该怎么办的机会。这也正是普雷汉克所做的事：更多考虑的是“如何制订应急方案”。他开始考虑机会的问题，“与其说这是一个利用个人投资者们都卖掉股票的机会，不如说我们应该考虑应该买入哪些股票。”

和很多在大型国际金融公司工作的人一样，普雷汉克也整日因为这次对世界贸易中心可怕的恐怖袭击而忧心忡忡。恐怖袭击彻底摧毁了很多公司所在的实体基础设施，他联想到如果他所在的银行也像这些公司一样被摧毁那该怎么办。在这次袭击造成的新情况下，金融公司不得不在考虑金融安全问题的同时开始更多地注重实体安全。

华尔街关闭期间，德意志证券公司（和一些其他大股票经纪公司一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样）决定开设一个全天24小时服务的交易台，提供现金和流动性服务给那些由于纽约股市关闭而不能正常运作的客户。这就意味着他们得建造自己的市场，而且还不能和其他股票经纪公司一起定价。这很冒险，但是后来证明，和停业使客户无计可施而焦虑升级相比，这样做可能风险更小些。“很多人都没有使用这项服务，”普雷汉克回忆道，“但是他们喜欢这项服务的存在，它帮助我们阻止了恐慌。”投资者最恐惧的是他们陷入一种无能为力的情况。当德意志证券公司提供这项服务时，他们其实在说“如果顾客们真的想要卖掉股票，我愿意买，我在这儿提供流动性。”普雷汉克说。

普雷汉克根据1987年和1998年时的经验采取了这些措施。华尔街股市重新开盘的前夜，他整夜工作都在为任何可能发生的事做准备。但是后来证明他“有些多虑了”，他回忆道。当时买卖双方都有买单，还有不少公司要买他们自己公司股票而下的买单。

虽然重新开盘时出现了急剧下跌，然而很快股市就出现了反弹，这使这次“9·11”后引起的金融危机成为了记录在案的最短的金融危机。但是，普雷汉克不太确定2001年的金融危机就是20世纪90年代的经济繁荣所引起的这一轮循环周期的圆满结束。正相反，他相信我们将会看到比1987年金融危机更糟糕的情况。

交易员的敌人就是自负，“我真的相信自满是我们行业最恶劣的事，”他说。“总是有一种倾向认为几天后一切都会变好，于是就出现了灾难。要知道情况不会总是没问题的。”

作为一名交易员，他坚持认为只要不被恐慌打垮，其后果就可以避免。他非常推崇基本面分析。恐慌时的问题是投资者不再看到基本面，忽视了他们业已知道的个别公司和几期管理层的情况。他很注重研究资料，看重基于公司实地考察和对公司正做的事进行辛苦分析而不是只看他们财务报表的传统的研究方法。

“如果你非得卖，”他说，“不要耍小聪明，就卖掉，不要害怕抛掉股票后发现抛错了；就抛掉，然后继续做你该做的。”有时，这意味着在同一天卖掉股票后又把相同的股票买回来。他坚定地认为成功的关键在于自律。“就股票而言，你得对你关注的情况非常严格”。你必须很了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解这些公司，而且作为交易员，你得努力把在这些股票的市场中创造出优势。“如果你有优势，”他说，“然后你就能够预测市场将如何发展，而且能够抓到高点和低点，你就能抓住很好的机会。

就像他认为的那样，在股市中每天都会发生恐慌。交易员的工作就是学会如何处理恐慌，并且不受情绪波动的左右。“我们从事的行业是一个在很小范围内循环的行业，人们常常会忘记昨天发生的事”。普雷汉克相信，记忆力好的人一定会有回报。

基金经理：约翰·克里

说约翰·克里不懂历史，未免有些苛刻。本来他打算终身从事学术工作，而且凭借关于1789年法国大革命前司法改革的论文获得了博士学位。克里穿着朴素，个性安静、低调，这符合大多数人心目中基金经理的形象。他是那种让人放心把自己辛苦积攒的储蓄交给他打理的人。他也非常明白管理这些基金是他的核心工作，因而他做这项工作时也不愿意过于冒险。

他本可以成为大学教授，但是股票市场的魅力使他离开了他的学术工作，加入了总部设在波士顿的先锋集团，这个集团现属于意大利联合信贷银行。2002年中期，先锋集团管理的基金总数达到约1 100亿美元。克里现在负责管理美国投资组合，并管理集团旗下最大的两笔基金。

克里1979年来到先锋集团时做的是分析师，负责跟进过很多行业的公司，如汽车公司、出版公司、广播公司和机床制造公司等。1985年他转为基金管理，负责小笔的股票基金。第二年，他接管了先锋基金（Pioneer Fund）。四年后，他开始管理股权收入基金（Equity Income Fund）。这两只基金他到现在都一直亲自负责。

被问到他为什么会从分析工作转到基金管理时，他回答说：“这就是研究俾斯麦和成为俾斯麦的区别。”他将此视为工作的自然发展，也是一个进一步脱离他学术背景的机会。

克里认为自己是一个价值投资者。“我是一个比较谨慎的人，对股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票估价、投资乘数之类的事一直比较保守。”他的理念反映了价值投资者的信条：“当我能看见股票背后的有形资产时，我认为自己才能更了解这个公司。我不会涉足概念股，因为他们看起来很不真实。”

他说投资有业务记录的实体公司“并不能保证你不会损失，但是即使在最坏的情况下，通常也会有一些清算价值或变卖价值能弥补一定的损失。”

他开始基金管理工作时，“神奇”的科技股非常流行，而科技股的命运使他更坚定了自己的想法。那段时间的龙头股都是像 Digital、王安实验室、Prime Computer、通用数据公司之类的公司。但是现在这些公司没有一家还以实体公司存在。正相反，那些所谓沉闷的、稳定的公司如美国钢铁公司、通用汽车公司和美国电报电话公司却依然存在。“这些公司的迅速恢复能力较强，不太容易倒闭。”回想 20 世纪 90 年代的互联网繁荣，他说，“我确信最多几年后，大多数大型网络公司的名字将会成为历史的脚注。”

克里记起在互联网公司的繁荣鼎盛时期和一位分析师的聊天。“他竭力劝我买一些互联网公司的股票。我对他说这些公司的概念很有趣却不赚钱，所以我不知道该如何分析这些股票。他有些泄气地说他很遗憾我会这样想。他说为我感到可惜。”接着克里又带点挖苦地补充道，“最近我都没听到关于他的消息了。”

20 世纪 90 年代是价值投资者很艰难的时期。“我们的业绩很难看，”他说。1999 年，纳斯达克大涨了 75%，同时标准普尔（S&P）增长超过 20%；而克里负责的先锋基金只上涨了约 16%。他的基金处于较低水平是因为对高价的科技股的持仓比重较低。第二年，在美国科技股泡沫开始出现破裂后，他的基金表现就比其他公司好了很多。

投资经理要承受不断提升业绩的压力越来越大。而且他们总是群体决策，因为这样才不会偏离行业基准太远，可是人们却会指责他们将因此而缺乏想象力。应对第一种批评时，克里回应说先锋基金的业绩在过去的 74 年间都平均超出标准普尔 500 指数 2% ~2.5%。

虽然他与各行各业的社交中结识了很多基金经理，可他“几乎从不和其他基金经理谈论股票”。他可能会笼统地谈谈股市，但他认为谈论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于股票的个人观点是很不专业的行为。即使在基金经理的态度中出现了某种形式的羊群效应，就克里的经验，这也绝不是他们在股票上交流过观点的结果。然而，评判基金经理业绩的基准是将他们的业绩进行比较排名，他承认这也给自己带来了越来越大的压力。基准指数的激增可能会导致基金经理花过多的时间来研究彼此的竞争，而不是去关注他们投资的股市的走势。

克里说："股东对绝对收益更感兴趣而不是相对收益。对于基准的关注使一些基金经理忽略了本职工作。"他也承认即使"这条基准让人厌烦，而且可能不利于工作效率"，它可能仍是"一条有用的准则"。刚开始从事这个行业时，他和其他基金经理们一样只需关注标准普尔500指数；现在他们得注意其他的指数，因为客户希望他们这样做。

客户要求基金有好的收益是可以理解的；而且他们现在也越来越有风险意识，要求做到更完备的风险控制。"现在，人们对风险控制极为关注。"克里说。这意味着，比如说，他不允许新上市的股票占投资组合超过1%的比例，即便这只新股的发行规模表明持仓可以再重一些。而且，为了避免过度依赖单独筹码而出现问题，他不允许持仓进入前十大股东的股票在整个投资组合中的占比超过20%～25%。

克里对股票狂热现象很感兴趣。他吸取历史教训推断科技股、通信股和媒体股（所谓的TTM类别股票）曾经的高股价以后不太可能再出现。他进入这个行业时正值能源股的狂热时期，特别是对石油服务公司。"后来遭遇股市暴跌后这些公司用了差不多15年的时间才复苏。"

再往前追述历史时，他特别指出在19世纪末，铁路投资狂热后，每家铁路公司都经历了某种形式的破产。20世纪20年代的大泡沫股票是美国无线电公司（RCA），这家公司再也没能回到在泡沫时期的股价。克里收集了很多20世纪20年代破产的公司发行的股权证，仿佛是为了提醒自己这些公司倒闭的历史教训。他又举出了很多发生的投资狂热的其他例子。他一直谨记着这些历史教训，时刻提醒自己即使有别人的怂恿也不会随大流。他大致的策略是"投资者应该坚持自己的长远规划"。克里说："短期市场是非常情绪化的，这就是为什么会有牛市和熊市的原因。熊和牛是易变的凶猛动物，反映了股市急剧波动的情绪。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抱着不会情绪化的决心，当然也不会因为股市恐慌而不安。怀着这种心态，克里陷入了1987年大崩盘带来的混乱中，完全没有经验可循。“那真是令人焦虑的一天，”他刻意轻描淡写地回忆道，“我当时是满仓，约99.5%的资金都投在股票中。”大多数的钱投在蓝筹股中。

随着黑色的星期一（1987年10月19日纽约股市大崩盘）引发暴跌的消息不断传来，他一直在等着股东们对此的反应。“我坐在办公桌旁等着电话响起，我以为股东服务人员会打电话告诉我每个人都在赎回。可是事实上我们没有什么大单赎回。”看起来先锋基金已经成功地向投资者表明我们在努力创建以价值为导向的、适合长期持有的基金。大多数的赎回都是因为他们需要现金而不是因为股价暴跌。

因此他完全没有为了筹集现金而要卖出股票的压力，那么在股价暴跌时，他做了什么呢？“那天我完全是什么都没做。事实上，我直到11月才开始卖出，而那也是因为一些普通的原因……我没有考虑卖出是因为我认为这次下跌是毫无理由的。”在最初的下跌后克里少量买入了一些股票，但因为他已是满仓状态，实在是没有资金疯狂买入。而且他也不会这样做，因为“我不知道底部在哪儿，我只想观望。”

另一个他不会买入的原因是他并不认为股价下跌就是买入的好时机。有时候投资者是正确的，群体投资者也是正确的……有时候大幅调整是股市重新布局的方式，这可能意味着有些股票将一蹶不振，永远低迷下去了。

克里并不反对股价下跌时买入，但是他坚持认为只有基于基本面原因的买入才是明智的，而不能只因为股价下跌就买入。“如果股价是因为什么令人玩味的事情而下跌，那就是买入的时机。”他认为投资者必须分清价格和价值两个概念，而且“一定不能不经思考就对价格波动做出反应。”

当决定如何处理1987年的状况时，他首先考虑的是他的股东，“我觉得他们通过辛苦工作才存了这些钱，现在发生这样的事他们一定很担心。但是他们却选择了坚持。”

那时在他波士顿的办公室里，气氛很安静、很克制。“没有戏剧的一幕发生。”克里说。当时他的一些同事感到非常困惑。他也很困惑，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他想知道在他和他的同事都按兵不动时，是谁在出货。

公司总裁下楼来和主管们聊聊对于当时局势的看法，但是他们却没有就此召开正式的会议，也没有极力要制订应对这次股市崩盘的方案。先锋集团事先已经积累了一定的借贷能力，专为紧急应对这种时期大规模赎回的情况。这次虽然没有使用信贷额度，克里却敏锐地意识到事情本可能会向其他的方向发展；因此他决定未来他的投资组合里要保有较大比例的高流动性股票，只是为了以防万一。克里和代理其基金的股票经纪人谈话时，他们说的基本都是，“我的天啊，你能相信股价跌了多少吗?”但他们并没要求克里采取什么特别的行动。“这有点像眼看着一艘轮船的下沉，却因为离得太远而无能为力。这种情况我们真的是只能在远处观望，却无计可施。”

那天股市收盘后，他就回家了。其实，那时克里还要考虑其他事情，因为他的父亲因为身患癌症而生命垂危。“当时只能以现实的角度处理事情了，”他说。

即使后来回顾总结那个时期时，他也认为当时就应该用这种方式处理。“我们那时不必廉价卖出股票。”他认为这次崩盘是由于投资者的错误预期所引起的失望情绪爆发的结果。他们一直期待收益能继续提高，可到了 10 月，期盼中的提高并未到来，这导致了瞬时的恐慌；因为他们害怕下跌的收益无法再支撑股价。当最后 1987 年第三季度收益数据统计出来，而且出现大幅反弹时，证明这次恐慌有些反应过度了。

因此，克里决定不采取措施。必须明确指出，他管理的基金在 1987 年发生大崩盘的情况下依然上涨了 5.5%。就先锋集团而言，真正的灾难在三年后。“我认为 1990 年是最糟糕的一年。那真是残酷的一年，”他说，“那一年中股价一跌再跌，而且是合理的下跌，因为它反映了当时糟糕的经济状况。”

克里故意没有利用这次互联网泡沫；后来在 2001 年“9·11”造成崩盘的大约两年前，互联网繁荣的“戛然而止”使他更加肯定了自己的做法。而“很明显‘9·11’恐怖袭击是一件与股市甚至经济都不相关的事，”他说，“其实这是一场大恐慌，既影响股市也影响社会很多其他领域，如航空业。人们不去看电影，甚至不消费。整个美国社会陷入了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瘫痪，直到人们弄明白究竟发生了什么并且能够正确对待这件事为止。”

然而，作为基金经理，在其他人要弄清楚发生什么事时，他就必须考虑应对之策了。恐怖袭击发生时，克里正在达拉斯做报告，他马上意识到必须赶回办公室。由于飞机都停运，他只能租了一辆车，不远万里地开回波士顿，不过这却给他提供了充足的思考时间。他主要考虑了事件本身，同时做了一些心算，他在心里把投资组合里的股票挨个过了一遍，考虑哪些受到的影响最严重。他发现投资组合中的股票总体上对冲了。一方面是西南航空公司和波音飞机公司的股票必然暴跌；但是另一方面与之相对冲的是国防工业股票和石油天然气的股票。他唯一担心的是保险业股票。最后他决定对再保险领域的股票小幅减仓，却最后又买进了波音飞机公司的股票；因为他认为这个公司在商业部分的损失会在它的国防业务部分得到弥补。

2001 年先锋集团依然没有面临赎回的压力；尽管与 1987 年相比多了一些，但并不足以造成任何现金流方面的问题。“我并不担心股市下跌，”克里说，“我认为这是普遍缺乏信心的表现。”

基本上，2001 年克里采取了与 1987 年相同的策略，即坚持原来的规划，绝不廉价卖出股票，同时也不大量买入。换句话讲，他对这次恐慌持观望态度。“股市会反弹，因为从长远角度分析，股市是会反映经济状况的；股票也会反映各公司本身的收益情况。因此只要你以长远的观点看问题，就完全没理由恐慌。事实上，如果你手里有资金，你应该抓住机会买入；但是千万不能只是因为股价低才这样做。”

他说，1987 年和 2001 年最大的不同在于媒体舆论力量的快速增长。先锋集团的交易室中有一台电视总在播放 CNBC 电视频道，而且每个人的桌子上都有一台彭博社资讯终端，不停地提供从图表、数据到重要新闻的各种信息。想当年 1987 年时，克里和他的同事的主要信息来源就是看《华尔街日报》，可是和其他报纸一样，该报纸主要报道的也是前一天发生的事。哪像现在每天都能得到大量的即时消息。“这些消息有时让人高兴，有时令人精神紧张，有时都是在报道情况不断恶化，”他说，“但是作为基金经理，我可以肯定无论怎样都不会对我的决定造成影响。”不过他担心这样大量的财经信息“会给投资者造成假象，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们听到的太多，而且时时更新。”这样很危险，因为可能会导致他们某种草率的行动。

2002年中期接受采访时，克里对美国股市很乐观。“当悲观情绪泛滥，并且开始出现某种放弃情绪时，理论上讲，这是入市的时机。”作为价值投资者，他不太在意2002年普遍较高的市盈率。他认为在乘数比例高峰期有充足理由投资，因为市盈率已成为历史，最后只能拖累收益而不能用来预测增长。

虽然克里并未预期崩盘，但是他并不排除政治因素或者再度的恐怖袭击会使日渐走强的经济业绩脱离轨道。新千年来临时，很多股市评论员对互联网泡沫破碎可能导致的结果发表了各种观点。可以理解，他们很关注经济状况和企业效益；但是现在需要认真考虑的是外部环境，特别是在这个恐怖主义威胁很令人担忧的时期。普雷汉克和克里在思索股市状态时，都对此考虑了很多。如果他们在某种程度上反映了其业内同事的观点，那么这个顾虑很可能会被列为制造股市恐慌的原因之一。

对于股市恐慌的回应，以及如何避免其产生的后果并没有什么标准的模式。但是就像普雷汉克和克里所表现的那样，股市出现巨大波动不一定就会使投资者蒙受巨大损失。不仅如此，普雷汉克更把这些恐慌时期视为机会的来临。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章
Chapter 7

恐慌心理

我在讨论本书这部分内容时多少有些不安，因为大多数人都认为股市恐慌就是疯狂的爆发。事实上，在 1987 年臭名昭著的“黑色星期一”大崩盘的那天，《纽约邮报》的头版头条醒目地印着“华尔街疯了”。这样的大标题在其他恐慌时期也不难看到，但是在股市大涨时期却少见得多。**股市无论上涨得多快，都很少被视为是疯狂的表现；正相反，牛市一般都被视为实力、乐观和繁荣的反映。**

因此快速下跌的股市被称为疯狂，而快速上升的股市却完全是合乎逻辑的，怪不得人们要到心理学领域去寻找这一现象的答案。问题是用心理学解释股市行为的人大多像我这样不太了解心理学知识，只想根据大众行为的模糊理论就草率得出结论。犬儒主义者可能会说，不懂就没有资格解释股市的动向，但是犬儒主义者并不总是正确的。

如果解释股市行为纯粹就是对大众心理的研究，那么我们要谈论的就只是与金融和经济无关的医学或社会现象，这样就太离谱了。单纯用心理原因解释股市恐慌行为是不合理的。但是如果排除用合理原因解释股市行为，就等于排除能够解释入市和退市许多完全合理的原因，正如我们在第 3 章所讨论的。看来我们应该将股市心理视为有助于理解股市如何运作的工具之一。

用合理理由解释看似不合理的现象

对于用不合理理由去解释投资狂热的发生，例如荷兰郁金香泡沫和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国南海泡沫（British South Sea bubble）之类的事件，彼得·嘉伯提出要重新斟酌，他尤其希望对心理解释的提法要更加谨慎，并对此做出了令人信服的论述。他写道，“关于一次投机事件，当我们确实找不到经济学解释时，我们才可以将其归类为由大众心理引发的根本无法解释的泡沫事件……虽然由于经济现象所固有的复杂性，不太容易分析出经济学方面的解释，但用泡沫来解释却是人们经常想到的第一招而不是最后一招。”

嘉伯认为只用大众心理来解释是一种偷懒的做法，它与回避理解股市历史上重大投机事件的真正原因是一样的。对此他也提出了充分的理由来证明。比如说，南海泡沫其实是政府有些创新又老谋深算的试图改善其财政基础而产生的后果，而且投资者当时对其成功的期盼其实是很合理的。

恐慌的不是股市，是人

用单一的理由来解释恐慌的原因是徒劳的。尽管如此，确实有证据表明羊群效应和心理因素会对股市恐慌产生强烈影响。正如亚当·斯密所说，在有人想到羊群效应这个术语前，人们认为仿效是最有说服力的驱动人类行为的原因。

其原因很简单，伯纳德·巴鲁克也对此做出过透彻的解释。巴鲁克是著名的金融投资家和总统顾问，他观察1929年崩盘后发表了很多高明的评论。巴鲁克说，股市波动不是因为事件本身，而是因为人们对发生的事件所做出的反应；正是这些成千上万的人的反应可能会影响未来。换句话说，最重要的是，是人构成了股市。

乔治·索罗斯，这位传奇的对冲基金经理看起来赚了足够的钱，但他却比他的一些同事更怀疑金融市场。他对人们思考方式影响股市的原因做出过一些有趣的评论。“思考扮演了两个角色，”他写道，“一方面，参与者寻求理解他们所处的局势；另一方面，他们以理解为基础做出决定，进而影响事件的进程。这两个角色彼此互相影响，如果分开哪个角色都无法发挥应有的作用。”他还补充道，“参与者以不完美的理解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为基础采取行动，而这种不完美在事态发展过程中也会留下痕迹。”

然后索罗斯将这个推想应用在股市中。他相信“投资者对基本面的认识一定有某种程度的偏见。这些偏见在早期不会很明显，但是后来很可能会显现出来。当确实有所显现时，就很可能演变为股市中主导性的想法。如果这种偏见颠覆了潜在的趋势，那么它就会引导趋势向相反的方向进一步的发展。知道偏见是什么、它什么时候以及怎么显现，都是理解股市涨跌拐点的关键。”

索罗斯描述了股市感知形成的循环过程，在这个循环过程中，正是认识的形成过程改变了这些感知。接着这些改变了的感知形成了采取行动的基础。因为随着一个新的认识成为主导，新的行动又随之开始了。

当股市环境不稳定，投资者又面对一定的压力时，这个过程就更加明显。彼得·伯恩斯坦是一位投资经理，他曾写过一本关于风险的经典著作。他是这样解释这个问题的：

> 资本市场总是不稳定的，因为他们所谓的交易只不过是对未来的赌注，而未来却又充满不确定因素。因此购买没有截止日期的股票是一件非常冒险的事……在这样的情况下很容易产生不理智的行为：没有把握的局面是很令人提心吊胆的。如果非理性投资者在数量上和财富上超过了理性投资者，资产价格就很可能偏离均衡水平，并持续一段时间。

这时候市场往往极不稳定，而且大众的非理性行为比所谓的理性投资者对股市影响更大。正因为此，很多人在寻求股市极不稳定的原因时，求助于大众心理学的研究。

查尔斯·麦凯的《异常流行幻象与群体疯狂》是关于大众心理造成投资变化莫测的最有影响力的一本书。这本书在1841年出版后，一直被各种股票类书籍广泛引用。这表明适用于19世纪中期的理论现在依然奏效。在1852年版的序言中，麦凯写道：“金钱……常常是大众幻想产生的原因。为了金钱，冷静的国民一下子都会变成不顾一切的赌徒，将自己的命运赌注在一张证券的转折上。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当将投机商品和日常商品的价格相比较时，人们就会更加深刻地感受到不理智。麦凯有一篇论文是关于17世纪荷兰的郁金香热的，在那时，一株罕见的、被称做“viceroy”的郁金香球茎的价格高达2 500荷兰盾。在文章中麦凯将其和以同样价格可以购买的一系列其他商品进行了比较：

8 头肥猪

12 头肥羊

2 大桶红酒

4 大桶啤酒

2 大桶黄油

1 000 磅的干酪

1 张床

1 套衣服

1 只银酒杯

至少，人们可以认为用“viceroy”球茎可以大量培育出新的郁金香，因此会有新的机会卖掉这些球茎。但是雅虎公司却没有同样的机会，这个公司的股票在2000年的价格达到了464美元。这意味着用雅虎公司股票一股的价格就可以买一台便宜的电脑。仅用雅虎公司四股股票的价钱就足够购买一套很好的电脑系统外带所有的外围设备。通过股息是完全没有希望收回对雅虎公司的投资的；投资者只有通过把股票卖给另一个倒霉的购买者，才有希望获利。当雅虎公司股票下滑到其1999年巅峰价格的几分之一时，以464美元购买这个公司股票的投资者甚至没有一个属于自己的鲜花球茎来聊以自慰。

可是，这并不是问题的关键。当股价到达雅虎公司股票的巅峰水平的时候，那时完全可以称做是一波狂热带来的纯粹的投机行为了。种种证据证明股市的狂热和沮丧情绪控制了投资者，大众的态度影响了投资决定。在这种时刻，人们不再理会数据信息，其他精密复杂的股市评估形式也变得不重要了。

人们通常会认为股市将变得越来越复杂难懂，而专家们也在不停地告诉我们，优良合理的交易系统已经可以避免不老练投资者的非理性行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为。但是，就像我们在第 5 章所提到的那样，当股市面临压力时，即使是最尖端的交易系统有时也会迅速瓦解。在 1987 年，那些投资者虽然一直采用投资组合保险策略，但当时的决定就是要卖掉股票，而且几乎可以在任意价格下卖出，因此决定何时卖出及何时避免交易的先进方案都失去了效力，投资组合保险的止损策略也随之快速瓦解。最终，决定股市的是人，而不是电脑。

羊群效应

人们在购买股票时容易丧失独立思考的能力，至少集体意见的压力会削弱人们的独立思考能力。“有句话说得好，人类是群体思考的动物，”麦凯写道，“经常看到人们集体变得疯狂，却一个一个慢慢地恢复理智。”

像其他观察者一样，麦凯认为群体行为或羊群效应自来就带有一些消极的因素，但是这种想法公正吗？一个世纪之后，古斯塔夫·勒·邦（Gustave Le Bon）发表相关文章，认为这种想法是合理的。他发现群体具有以下特点：

> 组成这样一个群体的个人想法和情绪都会转向同一方向，造成个性消失；总是受制于一些自己未察觉到的顾虑；大脑思考能力丧失，脑神经活动占优势；智力下降；完全情绪化——集体情绪化可能胜于个人情绪化，也可能变得更糟。一个群体很容易英勇无畏，也容易集体犯错，甚至犯罪。

这并不是指股市中的群体行为会把投资者变成罪犯，然而，正如我们所看到的，在股市狂热和萧条期，与股市相关的犯罪活动通常直线上升。不过，这是次要问题。在这种情况下，重要的问题在于：群体行为是否将更大程度的不理性因素带入了股市，引发了或者加深了股市恐慌的影响。

很明显，勒·邦认为群体是危险的。他写道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个心理群体表现出的最显著的特点是：无论构成这个群体的个人是谁，他们的生活方式、职业、性格、智力有多么的相似或者不相似，只要他们构成了一个群体，他们的感觉、思考、行为方式就会和他们处于独立状态时有很大的不同。

很多相关资料都明确指出群体行为或羊群效应中有明显的非理性因素。1937 年穆扎费·谢里夫（Muzafer Sherif）做了一个著名的实验。一群人坐在一个黑暗的房间中通过一个小洞观察一个光点。事先已经告知他们这个光点会移动，他们要估计出移动幅度。事实上，这个光根本没移动。但是后来当实验对象集体讨论时，所有人都赞同光移动过，只是在动了多少方面存在争议。后来向他们质疑时，没有人意识到是受到群体力量的任何影响。

无论意识到与否，群体观点的影响足以动摇任何抱怀疑态度的人。群体力量很明显使理性判断失去作用。

投资者的背景五花八门，智力水平参差不齐，很难找到什么共同点。但令人惊奇的是，他们经常聚集在一起，并对股市抱有同一观点，而且观点改变时也是集体改变，连程度都相同。

普遍认为羊群效应是件坏事，但这样的行为也存在理性因素。我们应该看到，随大流的心理可以吸引更多投资者，进而推动股市。只要推动股市向某一方向发展，随大流就可以赚到钱，也不会被认为非理性。但是，当股价的上涨和下跌不是基于上市公司的经营业绩，而是羊群效应压力下的产物时，这种群体行为就会被认为是非理性的，问题也随之出现了。

敌视对立观点

这样的群体也很敌视与现行智慧相矛盾的观点和想法。挪威学者拉斯·特维德（Lars Tvede）描述了一些敢于质疑群体观点的基金经理的遭遇。他写道：“客户往往会惩罚那些在非常规情况下造成损失的基金经理。另一方面，如果基金经理只是因为股市下跌随大流而损失了钱，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们就会得到宽恕。”或者就像凯恩斯在他的经典著作《通论》所说的，“世故教会了基金经理在常规中损失胜过在非常规下获利，这导致了基金经理的行为趋同。”需要提防大众愤怒的不只是基金经理。股票经纪人罗杰·沃德·布森（Roger Ward Babson）在1927年就警告大家两年后可能发生股市崩盘，却受到了普遍的指责。一些人甚至认为是他后来的干预导致了崩盘。许多有识之士都与他不同，他们都赞同大众的观点，认为股价还会持续上升。一些媒体和学者斥责他在胡说八道。1929年9月5日，他在美国国家商务会议（American National Business Conference）上演讲，宣称股市已经见顶；指数会有60～80点的下跌，紧接着会有持续10年之久的经济衰退。虽然对股指下跌幅度的估计不太准确，但是他总体的推论基本上非常正确。然而，这次演讲却遭到了嘲笑。当大跌发生时，人们没有认为这个最杰出的预言非常有远见卓识，反而认为这个预言造成了这次损失。

约翰·肯尼斯·加尔布雷斯回忆起1987年崩盘前他的一次相似经历。那时他接受委托为纽约时报写一篇文章，在文章中他认为崩盘是不可避免的。纽约时报的编辑以太危言耸听为由拒绝了这篇投稿；结果他在《大西洋杂志》（*Atlantic*）上发表了这篇文章。然而加布雷尔的警告并没有得到受到重视：“加布雷尔不喜欢看到人们赚钱”，一位评论家简要地回应道。这是可以理解的，人们不喜欢在股市投资决定方面被视为白痴，其实在其他方面也一样。

加布雷尔和布森的经历表明在对立信息成为大众所接受的观点前，群体观点对其是无法接受的。这也解释了为什么当情绪发生转向，集体观点主导新一轮行动时，股市会产生极端反应。

乐观战胜恐惧

我们经常看到投资者认为股市是进行投资比较可靠的地方，而第二天，或不久后他们就认为股市很危险，应该快速退出。一方面人们天生就保守而且不愿意接受新形势；另一方面又害怕自己不够快，赶不上群体行动。投资者不得不在这两个矛盾之间挣扎。如果有足够的证据证明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大众已经采纳了新的想法，不愿改变的情绪就会削弱。大众采纳一个观点给投资者带来的安慰要远胜于这种观点的事实依据。

维尔纳·波特和理查德·泰勒的研究表明，新信息出现时投资者会给予极大的重视，同时很可能忽视先前的信息。他们所描述的是类似情绪波动的情况，即人们只会专注于新的主导观点，而会完全漠视曾经盛行的大家熟知、体验过的观点。这个行为趋势也有助于解释股价急剧波动的原因。群体行为的另一个后果是，作为群体成员要比他们是独立个体时规避风险能力要差。有研究表明总体上个人未必就比群体更谨慎，但是这条归纳看起来并不适用于投资环境。研究表明，与一群其他投资者共同行动能够为投资者提供信心去涉足本来可以规避的风险。即使有迹象表明这个群体的行为是错误的，其实大家需要其他方案，这种信心依然能完全打消疑虑。当已取得共识的观点突然发生改变，群体中的成员极力要改变策略以迎合新观点时，恐慌就出现了。

恐惧战胜贪婪

我们不难看到这些观察结果在股市行为中出现，特别是在恐慌时期。曼莫汉·库马尔和阿维纳什·佩尔绍德做出了有趣的推论：恐慌的传播实质上是由于大众风险承受度的降低造成的。他们写道，“当投资者的风险承受度降低时，他们马上就会减少风险资产，因此资产的价值同时也会减少。人们称这种蔓延为‘纯’传染效应，因为它与风险同步，与共享的基本面信息和贸易汇率争端无关。”

面对负面消息时，股市大众往往比面对正面消息反应更迅速。看起来恐惧比贪婪能够更刺激行动。前景理论是理解风险理念的一个有用工具，其创始人之一，阿莫斯·特沃斯基（Amos Tversky）认为，“人们感到快乐的机制有一个很重要而且很有说服力的特点，人们对负面刺激和正面刺激的敏感程度是不同的，负面刺激时的痛苦感要大大超过正面刺激时的快乐感。”投资不一定是快乐的行为，但是特沃斯基的观点可以用于解释投资者如何应对损失带来的痛苦以及对痛苦的恐惧。

著名的美国投资家本杰明·格雷厄姆提到过，股市开始下跌时，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者的行为就像躁狂抑郁症患者。完全没有希望消除笼罩在投资群体周围的悲观失望。格雷厄姆故意夸张地把投资者描述为躁狂抑郁症患者，但是1987年崩盘后，罗伯特·希勒对机构投资者和散户调查表明，崩盘后股市参与者确实出现了一些不寻常的焦虑症状，包括难以集中注意力、手心出汗、胸闷和脉搏加速。在黑色星期一崩盘当天，这样的症状最为严重，采访中的30%职业投资者和20%的散户都出现了这样的症状。这些股票投资行业冷静、自持的专业人士看来也不过如此！

对好消息的反应会慢一些发生，因为股市狂热开始前，大多数投资者都是规避风险的。

风险规避

投资者总是执迷不悟，拒绝遵循自己合乎情理的观点。到了牛市的顶峰，投资者依然投入过多的现金购买股票。即使这时，共同基金经理发现大多数的投资者还是会避免购买被评级为“高风险”的基金，虽然他们投入大量个人财富到股票投资组合这种做法本身也是有很高风险的，特别是在行情上涨时期。换言之，投资者有时在股市上涨期的风险偏好较高，但是对于能够最准确反映他们不安情绪的投资还是保持恐惧的。

以色列心理学家丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）和阿莫斯·特沃斯基的著作在某种程度上解释了投资者对风险的态度，他们提出了前景理论。前景理论解释了为什么人们会在一种情况下规避风险，在另一种情况下却寻求风险。

以投资领域的实验为例。他们给实验对象两种选择：一种是肯定获利100 000美元；第二种是50%的机会获利200 000美元，50%的机会完全没有获利。大多数人都选择了第一种。换言之，他们在规避风险。然后这两个心理学家降低了赌注，这次一种是80%的几率获利4 000美元，20%的机会完全没有获利；另一种是100%的机会获利3 000美元。这次实验对象依然规避风险，选择了第二种。第三次他们把获利变为损失，选择包括：一种80%的几率损失4 000美元，20%的机会不赔不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚；第二种是100%的几率损失3 000美元。这次92%的实验对象抱着渺茫的不赔本的希望选择了第一种，即使他们可能要比选择第二种蒙受的损失多。结果表明关于损失的选择会把风险规避变成敢于冒险。

这个实验有助于解释股市行为，因为它表明投资者在面对可能损失时会如何回应。然而，在现实情况下，选择通常不会如此清晰，因为股市下跌时，投资者如果不卖出股票，就不会知道自己损失了多少；同样股市上升时，不卖出股票也不知道获利多少。因此，不考虑特殊情况，我们可以说想要获利时，害怕损失对投资者的影响要比愿意冒险更大。事实上，有研究表明占投资群体大多数的富有投资者要比其他投资者更懂得规避风险。简而言之，这有助于解释为什么股市在压力极大时，下跌的速度要比上升速度快得多。

值得一提的是，许多（有时绝大多数）经验投资者会因为风险规避和保守而根本不交易他们的股票。交易无论在行情上涨还是下跌时都是有风险的。股票交易涉及，在不知道是否有更好的交易机会时，决定现在是否是买入或卖出的时机。因此持有投资组合股票，尤其是蓝筹股投资组合的经验投资者，经常选择长期持股不动。推动股市的只占总持股人群的一小部分。通常情况下，保守的投资者乐于看到他们推动股市上涨或下跌，但在恐慌时期，即使是这些冷静的投资者也无法确定按兵不动是否安全。一旦这些被视为投资支柱的经验投资者也受到大众匆忙抛售股票的影响，恐慌就真的发生了。

妥善处理新信息

投资者在接受新信息时，需要和他人交流观点后才会安心操作，这也使这个过程变得复杂化。虽然大多数投资者很自豪于能够先于大众确认一种新的发明、一个新的趋势等，但是他们还没有勇敢到领先大众太多。那些敢于领先大众的通常是起到推广作用的一小群投资内行，他们的投资理念很快就会获得大众的支持。

当然，只要大众向某一方向推动股市，将股价推高，他们一般就是在向正确的方向推进，因为正是上下一致的观点造就了股市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市情绪是倾向新信息的。虽然股市参与者获得信息比历史上的任何时期都更方便，可这也使情况比那些信息匮乏的年代更复杂。通过各个财经电视频道的各种观点、来自网络的大量建议和数据、能够轻易获得世界各地信息的便利，所有这些混杂在一起的结果使局势更混乱。

而且，更方便获得信息并不一定意味获得的信息质量更高。大家都知道，投资者网站的聊天室总是在故意发布一些虚假消息，当然也会混杂一些确实有用的信息。问题是该如何区分真假。财经报道的疯狂速度也是一个问题，尤其是电视媒体，总是夸张报道，毫无理由地制造兴奋情绪。在印刷媒体业工作了大半生，我对其不足非常了解。一位著名分析家称金融分析新闻业为“落后指标”。他一直提供网络金融分析服务，他的评论总是令人不安，但也不至于不可原谅（虽然结果证明并不成功）。换言之，等到信息登上报纸时，这样的信息已经不能成为操作的基础了。约瑟夫·格伦威尔在其《把握每日股市时机的策略》中进一步阐述道：“大众都知道的信息明显是错误的。”

格伦威尔的说法有些夸张，却也不无道理。体现在媒体虽然往往对股市做出的评论非常不可靠，可还是深深影响着众多渴望获得新信息进行下一步操作的投资者。拉斯·特维德对《商业周刊》的封面故事做过研究，并将其预测和结果进行对比。1984 年 10 月 8 日，该杂志向读者保证“超级美元”会重塑世界经济，在未来十年内会走强。五个月后，美元开始了一次持续时间最长，而且最严重的一次下跌。1979 年 8 月的封面故事的标题是“股票之死”。结果证明这个评论就像马克·吐温的讣告一样草率，因为在 1982 年股市暴涨了 300 点。1987 年 7 月，《商业周刊》非常看好股市，登载了一篇名为“股票还是最好的赌注”的封面故事。三个月后，事实与其预测正好相反。只指责一家杂志是不公平的，因为同样的例子在其他媒体也很容易找到，但是商业周刊在大家心目中并不是不靠谱的新闻媒体，正相反，人们认为这个出版物很可靠而且有价值。如果这类出版物都在发表如此错误的信息，难怪投资者都在担心在哪儿能找到值得相信的可靠信息。

投资者不断寻找新的信息以作为他们投资决定的基础，但是公布的信息有时并不像想象中的那么有影响力。其实，通过非正规渠道传播的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息才有更大的影响力。民间到处都流传着口口相传的消息如何推动股市的故事。特维德举了一个英国股票经纪人的例子。这位经纪人想要在1895年矿业股崩盘前卖掉手中的南非股票。于是他给他的母亲寄了一个内封金矿股票的包裹，还附上了一个纸条嘱咐母亲不要打开包裹看股票的名称，因为这是机密。他说这只股票的股价会上涨10倍。如他所料，母亲没有抵住诱惑看了股票的名称，并告诉了她的朋友们，同时让他们发誓保密。随后他们当然马上购买了这只股票同时告诉了他们的朋友。最终掀起了一阵购买的热潮。

这个故事说明每个人都喜欢内部消息。如果这类消息被认为是绝密的，那就会变得更加刺激，因为内部消息会让人捷足先登。在这个例子中，这个股票经纪人只是暗示他知道一个秘密，然后就让这个所谓的秘密自己发挥魔力。他母亲的朋友们虽然很可能对南非金矿股票毫不了解，却因为很自信地认为自己知道了特别的消息，进行了相应的操作。事情的真相是根本没有什么真实的消息；正相反，这个消息是在有意误导。

真正的内部交易其实在很多地方都是违法的，但始终无法杜绝。在美国，为了调查那些建立在内部消息基础上的交易，证券交易委员会特设了监管部门。罗伯特·希勒浏览这个部门的诉讼记录时，发现了一份关于莲花公司在宣布被IBM公司接管前股票交易的法律文件。很明显IBM公司的一个秘书在影印一些机密文档时发现了这个消息。她秘密地告诉了她的丈夫，然后这个内幕消息很快传播，最后共涉及25个人，购买股票价值达50万美元。

这个例子中他们处理的是非法获得的真正的内部消息。然而，有充分理由相信，消息接受者对其处理方式和处理虚假消息的方式相同，因为他们无法证实消息的真伪。他们知道的是自己得到了一个最新的内部消息——股市上最有价值的东西。

希勒认为，最新内部消息和口耳相传是造成股市波动最重要的原因之一。1986年，他和约翰·潘德一起做的研究发现只有6%的调查对象是因为读了某个出版物才注意某公司股票的。绝大多数人都是通过私人交流的直接方式了解股票。后来，一项对于1987年股市崩盘的研究表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明（引用同上），约82%的调查对象是在崩盘当天下午五点前获得消息，而且消息不是来自报纸或者电视晚间新闻。

这使我们对股市心理学有了更深的了解，因为这表明了和第三方比起来，人们更可能相信来自朋友和同事的信息。他们不仅相信还会据此操作。这也很可能是他们处理来自各方面大量信息的方式：完全忽略这些信息，通过个人交流方式理解股市。

人们称其为“相信你的朋友”哲学。问题在于了解信息链的源头。除特殊情况外，来自朋友的信息一般都取自公共储集场。那么为什么公共储集场中的一些信息显露出来，而另一些却被湮没了呢？

正如我们第5章所看到的，股市越来越受少数强大的机构投资者控制，这些机构投资者占股市交易的很大一部分。一种理论表明他们对信息的反应决定哪些信息浮出表面。美国成立关于市场机制的参议院总统任务团队专门调查1987年崩盘的前因后果。调查发现10月19日仅15个卖家就占了股市当天总卖出量的20%。同一天在期货市场，仅10个卖家就占了散户交易量的一半左右。这表明只是少数股市的庄家促成局势，而且这个庄家的小圈子得到的消息才至关重要。

动量

一旦股市庄家采取行动，他们就会造成买卖股票增长的趋势。然后情况随着惯性而动，而且越来越扩大化；尤其体现在集体出逃，大家都有被套的恐慌时期。希勒将此称做“反馈环”，即最初的股价下跌影响更多的投资者离市，因而造成股价的进一步下跌。

有趣的是股价加速活动的动量解释不只适用于整个股市，也适用于个股。著名的图形分析专家、道琼斯公司创始人查尔斯·道（Charles Dow）1901年特别提到这个观点。他发现只有当股市的整体走势确认了个股走势，个股走势才会变得可信。他在《华尔街日报》发表的一篇关于操纵股市的文章中写道，大投资者会先买两三只龙头股，如果他们发现股市形势看涨，他们会再买入少量股票。这就会鼓励大众跟风购买，因而抬高了整个投资组合的总体价值。然而，随着股市规模的日益扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大，通过这种购买方式来影响股价不再是一件轻而易举的事了。但是在较小规模的新兴市场，这种操纵股价的形式却非常普遍而且可行得多，大投资者用较小的购买量就可以达到这个效果。

虽然某些特殊情况会造成个股股价逆市上涨，但是如果不受到整体股市更大动量变化的肯定，这些个股的股价也很少能够维持。随着动量增强，投资者对具体信息失去了兴趣，转而关注动量本身。希勒在1987后做的调查生动的说明了这点。调查询问个人和机构投资者，哪些新闻对他们估计股市走向至关重要。引人注意的是所谓的股市专业人士和个人投资者的回答几乎没有差别。两者都受10月19日上午道琼斯指数下降200点的影响都很大。使他们深受影响的还有10月14～16日的股市下跌，以及10月19日前伦敦股价和日经股票的巨幅下跌。有一个方面二者的回答截然不同。与个人投资者不同，专业投资者还受到美国国债利息达到10.5%的严重影响。正如我们所知，国债的高利息率预示着股市下跌。其他的新闻，如贸易逆差数据、制造业指数数据还有化学银行(Chemical Bank) 10月15日提高最低贷款利率之类，只被列为不太重要或一般重要的因素。对投资者来说，其他投资者所做的事才举足轻重。

虽然不是有意为之，哈里斯互动调查公司（Harris Interative）在美国“9·11”之后的那天晚上做的一个社会调查却证实了希勒早期的发现。调查显示被调查对象中只有1%想要卖掉股票。这次调查的时间是在大家完全消化恐怖袭击的消息后、华尔街股市重新开市前。毫无疑问，调查对象在说他们不打算卖股票时并没有说谎。但是当股市重新开盘，股价剧烈下挫时，很多投资者迅速改变主意，加入了匆忙卖出的大军。

苏希尔·比克钱达尼和埃里·克顿做过一个有趣的研究，研究结果与大多数对羊群效应的假设截然相反。研究表明，在发达国家，投资经理并没有表现出明显的羊群效应，羊群效应的趋势与投资经理往往采用动量投资策略密切相关。他们论点的研究基础是关于投资经理羊群效应研究的实验资料。他们认为，投资者并没有明显的意图模仿彼此的行为，他们投资操作的相似之处是他们对同一局势的相同反应。然而，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

像他们所指出的，动量投资策略，就本身而言，几乎就是随大流的策略。由于这种策略在股市中极为普遍，因此很难推论羊群效应绝对不是主要动因。

控制错觉

还有一个方面有助于解释被指责制造羊群效应的基金经理和分析师的群体行为。Martingale Asset Management 公司的总裁兼首席执行官，阿诺德·伍德特别指出了这一点。他认为专业投资人士与他们所投资的公司有直接接触，当然比小投资者的机会要多得多，他们就比较容易受控制错觉影响。他说，“历史表明，决策者不可避免地依靠其认知本能，而忽视能够驳斥他们推论的证据。”

为了说明这一点，他用了一个扑克牌游戏的例子。游戏包括两副牌：红牌和蓝牌。玩家可以付一美元从蓝牌中抽出一张牌，发牌人会将这张牌抽出给玩家看但是不允许玩家摸这张牌。买家同样要付一美元从红牌中抽出一张牌，但是，重点是玩家可以摸这张牌。如果重新洗牌后，玩家能够抽中先前选中的那张牌，玩家就会赢得 100 美元。但是，在再次抽牌前，发牌人会问各位玩家是否愿意卖掉他们事先选中的牌。在实验中，购买红牌，即能摸牌的玩家 37% 不愿意卖掉自己的牌；而购买蓝牌（不能摸牌的玩家）中不愿意卖掉自己牌的占 19%。为了提高赌注，发牌人问那些不愿意卖牌的人在什么价位他们愿意出售。蓝牌的平均要价只有 2 美元，而红牌的平均要价为 9 美元。

为何会有所不同？伍德认为玩家觉得通过摸牌他们能够运用一些技巧。“能够摸牌创造了一种控制错觉，增加了他们能赢的信心。控制错觉会造成影响是因为从小受到的教育使我们认为，决策是以理性为基础的，而且我们能够也确实在客观地分析局势。”

这条理论适用于投资者，当投资者能够接触他们所投资的公司，他们就会产生控制错觉。而就是因为他们有过接触，他们才有自信能够更好地控制自己的投资。当这种接触不断增多，尤其对所谓的热门股来说，它的股价会随着投资者关系户人群的急切推销而不断攀升，很多的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资经理其实在分享共同的体会，因而做出相似的决定。

为什么会忘记过去

如果能够确立一个关于投资经理投资活动某种模式，那么基金经理趋同行为的原因是什么，及这种行为是否是有意的就都不重要了。建立这样的一个模式是图形主义的精髓。图形主义的工作基础是建立在鉴定历史股市行为和准确确定这种情况何时可能再发生之上的。图形显示正常的交易波动范围，然后指出可能超出这些波动范围的点位。这个工作的可操作性意味着其不只是偶然事件的重复。事实上，图形分析师对于发现股市可预测行情的阶段做了非常好的记录，其实这样做也就是在记录群体动态。

他们的成功在于股市历史总是不变而有规律地自我重复。从长远角度讲，我们可以很肯定繁荣过去就是衰败，反之亦然。威廉·瑞肯斯坦和达瓦里·帝豪1995年公布了一项很有名的研究。研究表明，很久以来股市运行便是如此。他们的发现和大量的其他证据表明，投资者不必觉得他们身处未知的水域，并不是在黑暗中进行所谓的“随机漫步”。但是炒股的人们却很善于遗忘历史。“在有人类努力的领域中，很少有像在金融世界这样，历史的作用在其中微不足道，”加尔布雷斯写道，“历史是记忆的一部分，却因为人们认为历史是不能理解现代惊人奇迹的人的远古避难所，而将其抛弃。”

虽然历史的记忆对理解当前非常有用，投资者为什么还要将其抹去呢？一种解释可能只是因为无知，即记忆其实没被抹去，只是在脑海中从未存在过。有些投资者可能是这种情况，可是对于那些能够记住历史，却劝服自己这次情况可能不一样的人来说，这个原因却不能成立。

所有股市的繁荣都是因为有一个或更多伟大想法的出现，而且人们坚信这些想法可以改变历史进程。发生在20世纪90年代，即最近的一次繁荣的核心理念是，互联网改变了商业的运作方式和人们的生活方式。与20世纪20年代的繁荣密切相关的是一些最近的发明，如电话、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汽车和其他许多新的消费产品。因为这些新想法确实具有创新性，并且令人兴奋，所以投资者认为自己抓住了新的风潮，顺应了趋势。如果表示怀疑，就会被视为保守和反对进步。

然而，人们害怕被认为是怀疑论者，与这种恐惧情绪相比，人们更愿意相信新事物。只要“今非昔比”的理念还在盛行，只要股价还在持续攀升，只要大家还在股市中赚钱，那么回顾过去的灾难就会被认为是有助于灾难的重复。大家会把那些心存疑虑的人视为背叛现在正给大家带来巨额利润的力量。

这对团体工作的职业基金经理来说，也是个尤为巨大的压力。如果他们像第5章提到的梅尔那样预测灾难，他们很可能就是在拒绝资金，阻拦收购与兼并，而且他们的与业绩相关的补贴方案也很可能锐减。没有人愿意看到这类事情发生。

这至少可以作为一个理由来合理地解释为什么人们不愿意回顾历史，但是另一个解释可能只是因为害怕回忆。当乐观情绪弥漫股市时，投资者不想听到繁荣就要结束的判断。到处存在着使股价持续上涨的诱因，其中的一部分诱因表现为经济回报，也表现为自我物化。正如加尔布雷斯观察到的那样，“没有人愿意相信这种财富的增加是偶然的，不是他们应得的。所有人都希望这是他们远见卓识和非凡直觉的结果。”中等收入的人崇敬富豪的现实状况使这种观点更加深化。

但是，乐观情绪不会一直持续，悲观情绪主宰股市的时刻总会到来。当这一刻发生时，投资者也不太注意历史的教训：一般在股市大跌时，同时会出现一些很不错的投资机会。

回顾历史的另一个极端同样对投资者也是无益的。有些投资者在评估当前局势时过于关注过去，尤其是过去的一些不幸经历。对1929年崩盘和随后萧条的记忆到20世纪50年代时还依然笼罩着投资者。这就意味着投资者放弃了一些在股市赚钱的机会。他们不愿意冒险尝试是因为他们仍然活在这约25年来股价萧条的恐惧中。20世纪40年代的美国经济复苏本足以吸引他们回到股市。事实上直到20世纪50年代复苏最终转为股价上升时，他们才这样做了。20世纪50年代中期的股价上涨后，1946～1969年间，股市成功保持平均每年12%的增长率。在20世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪40年代末和20世纪50年代初忙着吸取历史教训的投资者错过了一些极好的投资机会。

新兴股市中的行为是不同的

来自不同环境的证据证明：成熟的股市表现与新兴股市或者落后股市的表现不同。我在中国香港居住时，对中国内地投资者的心态叹为观止。我曾看过一群中国内地投资者团团围住股票经纪人的办公室，手里挥舞着一捆捆的钞票打算买股票。我还亲眼见过贫苦的农民将他们辛苦赚来的积蓄取出，投到他们几乎完全不懂的股票中。

一方面，他们这样做有完全合理的理由。因为他们在把钱从利息少得可怜的国有银行中取出，投入到有可观收益的股市中。另一方面，他们在冒极大的风险，因为这些投资者实际上在把他们的所有积蓄投入股市。无论以哪个标准来衡量，这都是不理智的投资策略。在中国股市，这种投资已经从不理智演变为潜在的灾难了。中国的股价高只是因为政府严格限制上市公司的数量。这导致供求法则严重偏向股票发行方。即使假设公司财务足够透明，可以让投资者理解公司的业务，这些股票所代表的公司也不能算是完美的投资对象。如果股票发行大量增长，那么过高股价所依存的整个基础就会迅速崩溃，接着股价就会发生跳水，这种情况很有可能发生。

大多数规模大一些的新兴股市是出现在原计划体制的国家（如朝鲜和所有的东欧国家），至少是在国家会进行很强干预的情况下（如印度）。建立股票市场的过程被视为是一个崭新的、更自由的时代最重要标志之一。可以体谅这些国家的投资者，因为他们想要投资的是“更加自由”这个理念。与成熟股市的投资者相比，他们进入投资领域的动机更野心勃勃、更复杂。

这就使他们对股市的理解与成熟股市的投资者截然不同，它也有助于解释为什么这些股市会如此的反复无常。这也意味着他们更容易受到恐慌的伤害。成熟股市和发展中股市的风险理念的差异值得更多的调查研究。在此期间，我们可以合理地认为这些差别有助于解释这些股市运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行的不同方式。

直觉至上：向羊群效应挑战

在股市狂热期，投资者的风险规避意识并没有削弱，更准确地说，是他们的风险观念发生了改变。在非狂热时期认为是风险的事现在看起来没有那么高的风险了。实际上，投资者在大牛市时会冒更大的风险，而且认为这样做是合理的。

可以说，大多数投资者总是有风险规避意识的，唯一改变的是风险观念。这就是为什么风险管理一直是投资业最重要工作的原因。那些快速寻找新行业的投资的基金经理要明白，他们面对的是有风险规避意识的客户。只有一小部分客户风险承受力较高，愿意倾其所有押注在这个投资赌博游戏上。

和所有人一样，投资者想要全世界最好的东西。一方面，他们想在行情上涨时赚很多钱，而且他们也愿意为此冒险；而另一方面，他们还想要确保自己的投资没有风险，只会带来不断提高的利润。这就难怪他们在冒险的结果令人失望时会陷入恐慌了。一般在这种情况下，很多投资者都觉得受到了欺骗，想要尽快从骗局中抽身。本来很理智的一个投资群体迅速分裂成一群恐慌的乌合之众。就是因为此时大众处于一种恐慌状态，容易做出非理性的判断，那些没陷入恐慌的人才获得了非常不错的投资机会。在这样的时候，那些对自己的判断抱有坚定信心，不随大流的人就会得到真正的回报。

保持这样独立的立场并不容易，与大众背道而驰往往有被践踏的危险。然而，投资就像打仗，胜利总是青睐那些不墨守成规、能在舆论倒向一方时置身事外的人。这意味着，胜利者总能看到不一样的信息，采取相应的与众不同的行动。

特维德引用了卡尔·冯·克劳塞维茨的观点（克劳塞维茨是德国著名的军事理论家，影响了一代又一代的军事领袖）。他写道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会总是垂青那些能够接受对立信息的人，他们经过适当的评估和考证才会做出决定。与之相反，很糟糕的情况是，一个消息支持、证实、深化了前一个消息——对同一情况不断渲染，直到最后被迫做出一个决定。这样的决定很快就会被证明是愚蠢的，所有的相关信息都是在说谎，造成错觉。大多数的信息都是误导的，而人们的恐惧就是谎言和假象的温床。

克劳塞维茨建议决策者要相信自己的判断，要"用自信武装自己，抵抗住当时的压力"。

历史对采用非常规战略的军事领袖总是褒贬参半的，但是历史表明，在恐慌时期那些敢于持有与股市总体走势相反观点的人却总是成功的。毫无疑问，这样的时刻以后也会反复出现。"股市系统的本质就是会出现周期性的疯狂，随之带来相关的金融损失，甚至更大规模的毁灭，"加尔布雷斯写道，"人们能够意识到并接受这个事实是最好不过了。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章
Chapter 8

多样化投资能使我们免受股市波动吗

人们普遍认为最安全、最成功的投资方式之一就是多样化投资，或者用句老话，别把鸡蛋放在同一个篮子。然而，大量事实表明多样化投资也不像大家想象的那样有价值，在股市恐慌时期，尝试多样化投资也存在诸多问题。

彼得·林奇是最卓越的投资经理之一，他在管理富达管理公司（Fidelity）旗下的麦哲伦基金时新创了一个单词来总结他对多样化投资的怀疑：“多样化恶化”（diworseification）。但是，投资顾问总是坚持让他们的客户持有的投资组合越多样化越好。这个观点现在看起来非常明确，而在 1952 年之前，它还很模糊。哈里·马科维茨（Harry Markowitz）具有开创性的著作《投资组合选择》使这个理念升华为投资方法的行为准则。他为基金经理提供了可以量化构建多样化投资组合效率的工具。

彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）简洁地解释了为什么多样化投资如此吸引人。他写道，“虽然多样化投资组合的收益与个股的平均收益率等同，但是其波动性要比个股的平均波动性小得多。这就意味着多样化投资就像一种免费的午餐。只要能将协方差和个股收益的关联性降到最低，你就可以将一组预期收益高、风险较大的股票融合在一个相对低风险的投资组合中。

决策遗憾

看起来构建多样化投资组合的主要原因并不是减少收益的波动性，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而是控制所谓的决策遗憾。这又把我们带回到第7章的主题：风险规避及其相关事宜。伯恩斯坦认为这就是投资多样化的关键动机。他观察到，投资者会后悔没买那些已成功获利的股票。“即使每个人都清楚不可能总选到表现最优秀的股票，可很多投资者还是会对那些放弃的资产有决策遗憾。”为了避免这种遗憾，投资者会选择购买更多种股票，即使每种股票都买的很少，这样他们盈利的机会就大了。

转换的时机

这种策略在繁荣时期还可以，但是在恐慌时期，投资者发现自己的投资产品（如股票）价格快速下跌时该怎么办呢？那时他们就想知道是否应该投资另一类资产（如债券、房产、贵金属），或者其他更吸引人的投资品（如古董或者其他可收藏的物品）。

在股市下跌时，从一种资产类型转换到另一种一般不是明智之举。但是，我们也经常得到这样的建议，明智的投资者应该一直对多种投资类型进行投资来减小风险。当股市行情开始快速下跌时，对一个安全的避难所的要求也与日俱增。在从一种投资类型出来前，尤其在这种类型一直以来产生了不错收益的情况下，投资者需要仔细考虑其他用来替代的投资类型是否能够产生同样水平的收益。有些人将投资转换到像黄金和公用事业股票等所谓的安全避难所。可是正如我们所看到的，他们大多数的投资收益业绩记录根本没有说服力。

投资者决定转换投资从而进行投资组合多样化一般都是受到了消极原因的推动。很难说投资多样化一定会增加收益，通常情况下其作用是为了将损失最小化。一个投资市场已经下跌而其他的市场还比较繁荣的时候并不是选择投资多样化的时机，真正的时机是在市场动荡发生之前。可一般的情况是，所有类型的市场同时涨跌，这时进行投资多样化可能就是浪费时间。即使在各种资产类型表现不同的时候，其差异也不足以让那些只投资一种历史表现最好的资产类型的人后悔自己错过了一些好机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多样化投资组合的收益

关于设立投资组合这个主题的讨论有很多，还有很多相关的文献，但其中大多只是发挥了自我服务的作用。因为它们都是那些创建了各种多样化投资组合的基金经理和销售人员所写的，而这些人设计组合是为了增强投资者信心，他们还声称会有高额收益。本书讨论这个主题并不是要对投资组合多样化发表意见，而是为了考察在发生恐慌时，在一种资产类型失败、其他类型越来越吸引人的情况下，投资多样化的利弊。

我们现在通过一个简单的例子来检验这个问题。主要观察从 1995 年 5 月到 2001 年 5 月这段期间的投资多样化，这个时期正是 20 世纪 90 年代的繁荣从巅峰到开始衰退的时期。结果发现投资多样化要比单一类型投资的收益低得多。案例中的投资组合多样化已经尽量简化了，由美国国债（占 70%）和股票（占 30%）组成。如图 8-1 所示，进行对比的三组数据分别是：该投资组合、只投资美国标准普尔 500 指数的股票、只投资伦敦富时全股指数（London's FTSE All Share Index）的股票。只有在 1997 ~ 1998 这一年的时间，投资组合多样化的收益略胜一筹，甚至在 2001 年，标准普尔指数暴跌时，投资组合多样化的收益也没有只

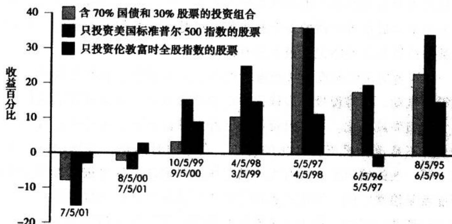


图 8-1 英美股票投资组合多样化比较

资料来源：FT Expat，June 2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资英国股票好。整体看这个阶段，虽然在标准普尔指数开始下跌前，投资组合多样化的收益要比只投资英国蓝筹股高，但是在这个阶段，只投资美国蓝筹股的资本收益最高。

对于投资顾问们来说，质疑投资组合多样化是否明智的说法就是异端邪说，因为他们一致地推崇这种策略。这个观点的一个有力支持者是沃伦·彼得斯（Warren Bitters），他进行的资产配置的研究使他推论出，“在所有的多元化组合中，就成本效率而言，最大多样化最优相对于标准马克维茨最优化，提供了一个更有吸引力的资产包。”

这个有些复杂的观点差不多就是标准观点，但投资者并不会总是想到投资组合多样化。例如，1969～1975 年间美国股市开始剧烈下跌之前，几乎没有美国投资者对海外股市感兴趣，虽然很明显那时的海外股市有更高的收益空间。当大家意识到将海外股市列入多元化投资是明智之举时，这些海外股市基本上开始随着华尔街波动了。日本股市是唯一一个没有跟随美国趋势的主要市场，这表明地理上的多元化投资就是在浪费时间。

将多样化拓展至房产

房产一直被证明是可以使投资者免受通货膨胀影响的一种资产类型，而且其投资表现一直不亚于其他投资类型。因此投资房产通常是多样化投资组合优先考虑的对象。斯泰西·斯曼司和 C. F. 斯曼司两位金融学教授对与房地产相关的文献进行了广泛的研究，并在 1987 年发表研究结果。“在调查考证的这个阶段（大部分在 20 世纪中期），与普通股、公司债券和政府债券相比，房地产起到了更好地保护投资者不受通货膨胀影响的作用。”

然而，这并不等于说房地产是带来更高额收益的最好投资机会。国际货币基金组织的一份研究材料按实值计算（即随通货膨胀而调整）追踪了 1980～1998 年间的房产和股价的表现。三个主要市场的比较结果让人很吃惊。20 世纪 90 年代，美国的房产价格基本保持不变，而同期的股市在上涨。甚至在 1987 年股市崩盘期，房产市场的收益也没有比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市更好。在英国，房产价格变化和股市变化之间的关系要密切得多，但是从英国股市刚刚开始摆脱20世纪80年代早期的低潮期开始，股价的加速上涨速度要比房产市场快得多。到了20世纪80年代后期，股市还处于1987年崩盘后的复苏期时，房产价格的表现超过了股票价格，可是很快就又落后了。在日本，房产市场和股票市场不相上下。如图8-2所示，虽然在20世纪80年代，房产价格的增长水平要比股票高，但是在随后的日本股市繁荣阶段又落后了。当股票繁荣期转为萧条期时，股价的波动性明显上升，而房产价格保持平稳下降。

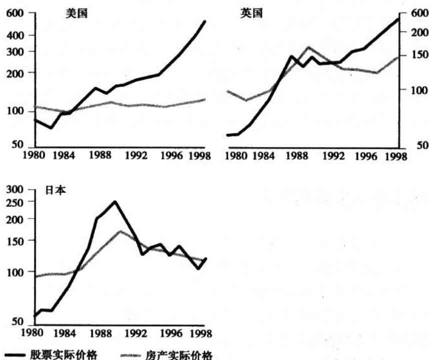


图8-2 英美日房产和股票价格比较

资料来源：International Monetary Fund, 'Asset Prices and the Business Cycle', *World Economic Outlook*, May 2000.

相对于房产投资，股票投资的表现要更好，这可以说是一个最近的现象，因为斯曼司列举的许多研究都表明，在20世纪70年代，房产投资表现得更好，尽管还有其他一些结论不太相同的研究。此外，许多此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类研究是建立在房产基金的业绩上，这并不能准确反映出房产市场自身行情变化。总之，我们不能得出房产作为一种资产投资类型的表现一直比股票好的结论。

投资房产这个问题其实非常复杂，因为许多小投资者购买一处房产就很可能是他们做出的最大单笔投资。在大多数情况下，购买房产并不只是获得一份资产，其实是拥有一个家。所以，这样的投资往往受许多与严格的资产收益率无关的原因驱使。也正因为这种资产是投资者的住所，所以不太可能像交易其他资产类型那样快速而又不带任何感情的买卖。

尽管如此，在资产配置的真实世界里，要记住投资者的投资目的是使他们的财富保值或增值，而投资房产被视为达到以上目的最主要的工具。房产投资也因此成了其他资产类型投资的劲敌。

不像股票和固定收益投资，为了之后出租而投资房产，这种投资才有利润。拥有房产一般还牵涉一些债务和花费，这些都要从收益中扣除，可能会严重影响收益。购买房产如果是为了快速转卖，那么收益还能更明确些。在这种情况下，比较容易计算出房地产交易后的资本收益或损失。

这也解释了为什么房产是一种比较麻烦的投资形式。此外，如图 8-2 所示，房产的价值与股市的行情紧密相关，在英国尤其如此。在日本，虽然在有些阶段房产投资比股票投资表现好，但这两个市场很显然总是同时涨跌，一般遵循同样的趋势。因此，以购买房产来抵御股票市场的快速下跌并非明智之举，也不适合作为避免股市下跌而造成损失的策略。房产投资看起来最好是在高通货膨胀时期进行，在这种时期房产投资可以保护投资者不受通货膨胀的损害。彼得·斯派发现了这个规律，他的观点得到了很多人所做的研究的支持，如斯曼司。

所有这些提出了一个问题：房产投资在投资多样化策略中发挥着什么实际作用呢？我们看到，房产市场是流动性最差的投资市场，这为其本身在资产转换方面造成了一些问题，不过对于终端用户来说，还有与房产所有权相关的更深层次的问题（在住宅市场和商铺市场都有终端用户的存在，但对于个人投资者，住宅市场更加重要）。其中具有代表性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是，置业可能是一个小投资者在其一生中做出的最大的一笔单项投资，占用了很大比例的资产并导致了长期债务。事实上，自住购房并不是可交易的资产：即使有一天投资者换房子，其资本获利一般也会被投资到一处更好的新房产上。

只有在持有房产不是为了最终使用的情况下，我们才能将其视为可交易资产，从而作为多样化投资组合中活跃的一部分。总体来说，除非在其他投资失败，或者财务出现很紧迫的状况需要卖掉房产筹集资金等极其糟糕的情况下，房产投资最好排除在投资多样化组合之外。从这个角度来说，拥有房产会提供一个有用、却让人痛苦的平衡收支方式。

房产股票和以托管的方式间接持有房产，都只是权益投资的一种形式。无论能否证明房产投资的表现始终总是超过股票投资，其对创建多样化投资组合都并不重要。

将多样化投资延伸到黄金

热衷黄金投资的人说它是一个很好的抵御通货膨胀的投资方式，但对更多的人而言，黄金是在其他市场陷入动荡时的一个安全的投资避难所，虽然很难找到证据证明这一点。尽管黄金迷觉得2008年的金价大幅上升证明了他们的观点，但如果他们回顾历史记录就会发现对这种贵金属如此热衷明显是错误的。1980年9月，金价迅速达到了670美元/盎司。约30年后的2008年9月，金价又在短期内上升到略超过900美元的巅峰价格，而后又回落到700美元左右的范围。这意味着即使金价达到顶峰，考虑到通货膨胀因素，这个价格也要比1980年的价格水平低得多。

在股市危机后投资者不顾一切地寻找可以替代股票的投资方式时，黄金确实表现不错。但是1987年的危机表明，金价的短暂急升很难持久，而且也不能证明投资黄金的潜能，2008年的危机也证实了这一点。

1987年崩盘后，伦敦市场的黄金的平均价格从10月的465.3美元每盎司涨到11月的467.5美元，后来又涨到486.3美元。第二年黄金的平均价格又回落到436.94美元，低于1987年全年的平均价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

444.46美元。从那时开始，黄金价格就开始或多或少的持续下降，直到2002年才突然恢复生机。2002年金价回升到300美元以上激起了投资者极大的兴奋。

2004年金价恢复到1987年的水平，但这次价格急剧上涨是因为美元的大幅贬值，黄金是由美元报价的。黄金迷虽然觉得很高兴，但他们也不太确定是否还能恢复到20年前的金价。凯恩斯认为黄金是“野蛮的遗产”，这个著名的观点仍然认为黄金是一种比较合适的、可实施的备选投资。

黄金投资不只是“遗产”，而且是一种没有利息的投资，那些保存实体黄金的人通常还要花费高昂的保管费。作为一种没有利润的投资类型，黄金（其他贵金属也一样）需要长期显示出不俗的资本收益业绩，才能让投资者认为这是多样化投资组合中一种重要的投资形式。除了20世纪70年代后期、20世纪80年代早期和快到2008年经济危机这三段相对较短的时期外，黄金的收益一般都很可怜。简言之，正如我们所看到的，一直以来黄金是到目前为止表现最差的资产类型。

黄金投资依然有一大群非常忠心的拥护者。在有些国家，特别是印度和中国，黄金通常在像生日、结婚之类值得纪念的时刻作为礼物馈赠他人，接受的人也会将其长期保存，既是为了储存财富也是作为艰难时期应急。这类黄金大多数都以珠宝的形式保存，并不会用来进行交易。可是这样的黄金需求却在帮助那些喜欢交易黄金的人维持金价。

黄金投资的拥护者对黄金总是有一些奇怪的观点，比如认为黄金投资是具有真正内在价值的为数不多的投资方式之一。这种观点不完全是错的，因为黄金供给有限而需求却不断（尽管需求在下降）。但是决定黄金真正价值的力量也同样在决定其他资产形式的价值。当相对于其他投资大家更认同黄金时，其价格就会上升，反之则会下跌。黄金价格不太可能单纯反映供求关系。事实上对黄金的供求一直有很大的误解，因为金属的大量开采供应权是掌握在政府的手中，而政府是因为其他原因而买卖黄金。

另一个支持黄金的有趣观点是，它是唯一不会使任何人负债的投资方式。确实如此，但这个事实也使很多人在金价下降时没有努力抬高其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产价格的压力。

有人曾勇敢地尝试利用数据使人们对黄金投资更乐观。但即使是对黄金最狂热的投资者也不敢说它是一种优异的投资工具，他们只能说黄金投资应该在多样化投资组合中占有一席之地。这也是经济学家、国际金矿公司（International Gold Corporation）副总裁尤金·谢尔曼关于黄金投资的主要观点。他进行了黄金和其他资产类型投资表现的比较研究。他说，“黄金在多币制多样化投资组合中起到很大的作用。在更长的取样周期中（1968～1983 年），黄金一直独立于股市、债券市场和货币市场，与它们毫无关系。”

谢尔曼由此推论，黄金是构成多样化投资组合的一个基础部分。他的幸运之处在于其研究的时间范围较短，而这段时间是黄金表现最好的时期，1984 年他的研究做出结论时正好又在金价暴跌之前。他并没有要什么花招，只是比较幸运而已。

如图 8-3 所示，20 世纪 80 年代后，黄金投资收益率较好的情况迅速转变。图 8-3 显示的是 40 年间金价平均走势和道琼斯工业平均指数的行情。在这段时期的大部分时间内，股价在持续上涨，而金价表现得更波动一些。而且，股价的走势总是不断的达到新高、回落、复苏、冲的更高；而金价除了一些小幅上涨外没有什么突出的表现。这个图最引人注意的是金价的走势一直与股票表现无关，就像谢尔曼所说的那样。

如果热衷黄金者的观点是正确的，我们本应该看到黄金投资受益于股市的下跌。然而事实证明，即使是 2008 年经济危机前的金价上涨也未能持续，最高也只达到了 900 美元每盎司，只比 30 年前高 1/3。作为一种长期投资，黄金当然不是可以替代其他资产类型的一种投资工具。虽然在世纪之交后，黄金投资出现了一些比较好的获利机会，这段时间的金价上涨也超出了 1987 年崩盘后的水平，而且 2002 年 2 月金价突破 300 美元关口时还造成了一定的兴奋，但这个价位也只是 20 世纪 80 年代水平的一半。

黄金投资吸引人的原因最多是因为它不像其他资产类型，其价格并不会随着股市而变化。它只会很少地受益于股市下跌，而且看起来时间很短暂。也有证据证明就像房地产（虽然表现不如房产投资），黄金投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资在通货膨胀时期表现得更出色。总之，黄金投资很难让人产生太多热情。在股市暴跌，黄金开始上涨时，用黄金投资替代股票投资莫不如此时入市购买一些低价出售的优质股。



图 8-3　1968～2008 年期间美国股票和黄金比较

多样化投资债券

在动荡期的另一个传统的安全避难所是固定收益市场，尤其是债券市场。黄金投资没有产出却有可能获得资本利得；而债券有稳定的利润，虽然也可以在债券到期前为了利润提前交易，可是其资本利得的可能性却较小。2008 年的恐慌看起来维护了债券投资拥护者，特别是公司债券，其利润看起来相当可观。但是，我们应该注意到，它仍然低于同时发行债券的公司所发行的大部分股票的利润。当然，由于股价自身的下跌，分红的表现很差。而危机后债券市场的短暂牛市对逃离股市寻找保障的投资者具有很大的吸引力。可是随着时间的推移，看起来这样的牛市是无法维持的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谨慎的投资者喜欢债券是因为债券可以支付可预期的红利。而且债券的红利或利润一般要比投资股票的股息高。正如我们第4章所见到的，这是一个相对较新的现象。因为在20世纪50年代前，投资者还期望股票能支付与其较高风险相匹配的较高的分红。现在，股票持有者已经明白他们的收益主要来自资本利得，因而公司被要求支付高分红的压力就变得小了很多。在日本尤其如此，日本公司都执行较为保守的分红政策，往往将利润再投资到公司成长中。

结果长期以来债券利润一直保持在股票分红之上。因此产生了一群债券的忠实拥护者，他们喜欢国家债券和公司债券投资的稳定收益和安全性。巴克莱投资银行的能源观察（Barclays Capital Equity-Gilt Study）是这个总部在伦敦的银行所做的每年一次关于债券和股票投资对比的调查。调查显示就债券产生的红利而言，债券一直都比股票更具吸引力。根据2002年的巴克莱观察报告记录，在英国市场，债券在2001年取得了6.0%的收益，表现优于股票，因为股票分红下滑了13.8%。根据巴克莱观察的研究，前10年公司债券的每年实际平均收益超出了股票分红1.0%。研究表明，在分红和债券利润比较的方面，美国股市的股票投资者会更加失望。2001年的股票表现低于债券15.2%，而在前一年这个比率甚至超过了30%。

还有一些人赞同债券会有超凡的表现。例如，罗伯特·希勒写道，“有证据表明，长期看来股票表现不可能总是优于债券。”他的市场收益研究调查只表明了一个阶段的情况，即1901～1921年的20年间，这段期间的股票分红低于短期利率，而希勒相信未来股票的收益率会更低。他指的是股票的高估值和新技术引发的正在变化的投资模式。

巴克莱观察和希勒分析中存在的问题是，他们只关注分红而不是分红和资本利得的组合。在现实世界中，这个组合才是最重要的。从长远角度分析，我们马上就能发现股票的资本利得能够带来更吸引人的收益；与之相比，债券能够产生相对较高红利的好处很快就黯然失色了。

每次股市下跌时，就会出现投资者最好还是把资金投入债券的声音。20世纪90年代末的繁荣产生了一大批所谓的保本基金。这种基金承诺会返本，投资者还会获得一些额外的收益。其实他们是将投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金的大部分（70%或更多）用于买各种债券，其余的资金用于买股票。这样就很容易明白“保本”是如何做到的。令人不解的是为什么投资者不直接去购买固定收益投资工具，反而把他们的现金交付给一个基金经理，并为此支付5%的佣金，外加申赎费用。当然，股价骤降时，“保本”听起来相当不错，获利的承诺外加保障看起来也很诱人。但这些基金的理念以及在动荡期由股票转投债券的观点其实都是非常糊涂的。市场繁荣时债券收益看起来是不错，但实际上并没有那么好，因为股市繁荣与高通货膨胀经常同时发生。这意味着真正的收益（减去通货膨胀的影响之后的收益）往往不太多。

正如我们所见，股市下跌时将股票投资转为债券的问题在于债券利润和股价走势是相同的。因此股市下跌时，债券利润也会随之下降。还有一种情况是，因为股价下跌而分红上涨。这种情况一般发生在不是因为经济状况或者公司收益状况引起的股市恐慌时期，1987年股市崩盘就是一个很好的例子。那时公司收益相对还不错而股价却在快速下跌，股票分红也在大幅上涨。由此可见，股市暴跌时，投资者为了获得更好的红利而从股票转到固定收益投资方式上的行为是很不恰当的。

这种调整的动机一般是为了寻求保障。如果局势看起来真的很糟糕，在公司破产的情况下，债券投资者因为会最优先得到赔付而感到安慰。如果持有的是政府债券，债券投资者会觉得更加安全，因为政府不太可能破产，也不可能欠债不还。但是，2002年在阿根廷的投资者发现，遭遇了严重的金融危机的政府很可能修改偿还规则以回避还债问题。这件事表明，无论投资哪一种资产类型都不会有绝对的保障，只不过一些资产类型的风险要比其他的更高些。债券属于风险较低的投资方式，这也是为什么在金融动荡时它看起来比较吸引人的原因所在。

投资股票，只投资股票的情况

债券投资和房产投资、贵金属投资一样，从来都赶不上股票的回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益。而且与普遍的误解正相反，投资股票不仅可以更好地保障收益率，而且时间证明投资风险也较低。

在一些股票投资确实存在高风险的新兴市场和那些较小型、管制较多、流动性差的市场，情况可能并非如此。但是美国股票投资基本符合上述观点，因为华尔街现在是全球股市无可匹敌的领先力量，所以建议大家几乎可以完全专注于美国股票投资。

这是杰里米·西格尔很有影响力的研究中的重要发现：过去的两个世纪以来，美国股票平均纯复合收益，扣除通货膨胀后，是每年6.7%。这表明投资股票的购买力每10年零6个月翻一番。21年后股市会使投资者的财富增加四倍。42年后，不到两代的时间，股市聚集的财富将呈现购买力增长16倍。

不仅如此，如果不是只看分红支付带来的收益，将股价上升也考虑进去的话，股价的上涨幅度会更引人注目，这是以不进行其他资产类型投资为代价的。西格尔的研究发现从1800年起用一美元投资股票，然后将投资收益再投资，到1992年年末时总价值会达到3 050 000美元，包括资本增值和分红支付。仅次于股票投资的是债券：从1800年起投资一美元政府债券，到1992年时总值会达到6 620美元。同样方式投资国库券价值会上升到2 934美元；而用同样方式投资黄金的话，最后的价值只有13.4美元。

这些数字可以使人心悦诚服地认为应该将投资者所有的注意力放在股票上，基本可以忽略其他投资类型。甚至西格尔也承认，如果是短期投资，那么股票投资的风险要比债券投资高，但是他并不怀疑，“长远看来股票的收益非常稳定，事实上投资股票比政府债券投资或者国库券投资安全”。

即使一个投资组合只包括股票也还是存在选择的问题，主要是关于多样化投资组合应该以追求最大收益为目的，还是应该采取一些保险措施预防风险损失。本书的立场和西格尔是基本相同的。我认为长久以来，股票已证明是目前最赚钱的投资形式。其实，我会进一步讨论和重申这个观点：在股市恐慌，股价下跌到十分具有购买价值的时候，股票投资更有吸引力。有些投资者在股市暴跌时不想购买反而抛售股票，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们希望能够将抛掉股票换来的钱有效地利用在其他资产类型投资上获得更多的收益。希望这些投资者在非常谨慎的考虑后再做出选择。历史上没有证据表明恐慌时不包括股票的多样化投资组合是明智的。正相反，这通经常是最失误的做法。

股市里的多样化投资组合

虽然专心投资股票市场的情况很普遍。但如果把所有资金只投资于一种资产类型，那么即使是最坚定地股票投资拥护者可能也会不安的，尽管单一资产类型内也有多样化投资的广阔空间。这就是为什么成熟投资者中很少有人让某一只股票或某一个板块主导自己股票投资组合的根本原因。在多个板块或股票中进行多样化投资的做法现在非常普遍，我们无须过多讨论。

投资者却经常激烈讨论一个问题，即投资组合是否应该考虑到投资周期中时常出现的高资本化股票而进行相应的微调。例如，20 世纪 90 年代末，投资者面临巨大的诱惑，他们从投资组合中清理出一些所谓的旧经济股票，以便给电信、媒体和科技板块等所谓的新经济股票腾出仓位。正是因为这些股票昙花一现的繁荣，它们占有了股市的大量资金额度。这时的投资组合里如果都是占股市资金额度相对较小比例的股票，那么这样的投资组合看起来就不太平衡。

在第 6 章我们看到基金经理约翰·克里说过，即使新发行股票的市场资金额度占有水平很高，他也一直非常谨慎，只让这些股票占自己投资组合的较小比例。其他人就没有这么谨慎了，这些新发行股票的惊人收益使他们更加忘记了慎重。有些投资者选择回避这些股票，这往往使他们投资组合的增长率较低，但是却在大多数情况下避免了这些股票暴跌时造成更大损失。一个合理的折中办法是：一方面买一些高增长的股票；而另一方面保持足够大的业绩稳定的股票的持仓量。许多投资者都把这个作为他们多样化投资组合的主要方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伟大的防御型股票神话

上述方法看起来很奏效，但是出现股市暴跌时又该怎么办？每当这个时候，许多金融顾问宣扬的多样化投资策略就显得非常奇怪。他们会建议投资者快速购买所谓的防御型股票，用来保护自己不受股市下跌的影响。这通常指的是买入公用事业公司的股票，或其他看起来最可能渡过难关的公司的股票。传统的公用事业股票价格在大多数时间都不会发生什么大的变化，它们最多也就是支付比其他股票略高一点的分红，总体上这些股票长时间存在于大型投资组合之中，没有发挥什么作用。道琼斯公用事业指数的表现总是不如道琼斯工业指数，而且相差很悬殊。

因此，当股价开始总体下滑时，防御型股票往往会上涨。换个说法就是，当其他股票开始变得更便宜，防御型股票开始变得更贵。防御型策略的拥护者当然不会这样描述，他们将此描述为调换位置。为了证明他们的观点正确，他们必须证明在股市动荡期，防御型股票值得重视。问题是他们没能提出实证来支持其观点。表 8-1 表明了重大危机过后，与道琼斯工业平均指数整体相对比，华尔街公用事业板块的表现。

表 8-1 一个世纪间股市复苏数据

日期	道琼斯工业平均指数下跌百分比	恢复 10% 所用时间	道琼斯恢复 10% 时的公共事业板块指数
1987 年 10 月 19 日	22.60	2 天	+14.5%
1929 年 10 月 28 日	12.80	5 个月	+18.3%
1929 年 10 月 29 日	11.73	1 天	+18.1%
1929 年 11 月 6 日	9.90	3 个月	+13.9%
1932 年 8 月 12 日	8.40	10 天	+14.6%
1987 年 10 月 26 日	8.04	4 天	+3.6%
2008 年 9 月 15 日	7.87	20 天	+13.4%
1933 年 7 月 21 日	7.80	20 天	+5.0%
1937 年 10 月 18 日	7.75	8 个月	+7.8%
2008 年 12 月 1 日	7.70	7 天	没有变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表8-1表明华尔街百年来单日最大跌幅后，转投公用事业股票在短期内可以产生较高的收益。原因很简单：股市恐慌时，有不少人为了寻求保障而购买防御型股票。

在更长的复苏阶段，公用事业类股票的表现就远远落后于其他股票了。在大萧条期更是如此，本来人们还指望那时的公用事业股会胜过其他投资方法。公正地说，这段时期的公用事业指数也有过不错的收益，特别是在1929年崩盘刚过去的时候。但是，一旦暴跌结束，公用事业股票就大大不如其他股票的表现。

尽管如此，在股市恐慌时可能还是会出现转投防御型股票的情况。但是只能作为短期投资，而且投资者也要身手敏捷，能够在总体指数开始上扬时从公用事业股票中快速抽身。如果作为中长期投资，防御型股票属于表现不佳的投资工具。

在不同股市之间转换

在恐慌时期，如果股票投资人不需要转投防御型股票，那么他们可能会考虑转投其他国家的股票市场，既是为了回避恐慌也是为了将损失最小化。这个主意听起来不错，而且正如我们所看到的，它也很吸引美国股市萧条时期的美国投资者，尤其在20世纪六七十年代。相对于低迷的美国和欧洲股市，当时的日本股市为投资者提供了一个很有吸引力的选择。

但总的来说，华尔街已经在世界股市范围中丧失了领导地位，就像图1-1所表明的那样，这些市场在很大程度上已和美国股市同步涨跌。国内投资者占主导的日本股市在这方面比较突出，但是随着新千年的到来，它也回到了和世界趋势一致的轨道上。中国香港股市是世界上最开放的股市之一，但是正如图1-1所展示的，它经常以一种夸张的方式，跟随华尔街股市的趋势。曾经有一段时期，个别股市或者整个地区股市领先于总体趋势。这些剧烈的涨跌几乎都出现在新兴股市中。这些股市第一次吸引了外国投资，同时也首次使本国投资者的相对简单的资产类型资本进入世界股市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个比较典型的例子是东亚股市股价的暴涨，尤其是在有“亚洲四小龙”之称的新加坡、韩国、中国香港和台湾地区，以及随后出现在号称“亚洲四小虎”的印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国。后来在1997年亚洲“龙虎泡沫”戏剧般破灭时开始，这些股市开始衰退，又重新回到和华尔街几乎相同的发展趋势。

如果所有的股市都追随华尔街，这就表明在危机时多元化投资到其他股市的行为是愚蠢的，但却也增加了当美国股市长期低迷时，投资者到他处寻找多样化投资的机会。

利用金融衍生工具进行多样化投资

尽管有时代价比较大，但通过从一个股市转到另一个股市，或者从股票的一种类型转成另一种类型而实现的多样化投资组合，是相对简单的组合形式。相对复杂得多，但更赚钱的投资方式是通过利用金融衍生工具进行多样化投资。一些学金融的学生认为这是最好的多样化投资方式，但是其他人却认为金融衍生工具市场的风险不比疯狂的投机风险低，那些寻求多样化投资组合安全性的投资者可能无法接受其伴随的较高风险。

正如我们所看到的，金融衍生工具市场并不像一些人认为的那样新奇。金融风险管理学教授唐·查斯有些开玩笑地说，这个市场的起源可以追溯到《圣经》。根据《圣经·创世纪》记载，雅各用他七年的辛苦劳动抵押了他的期权：和拉班女儿拉结结婚的权利。七年后拉班坚持让他的大女儿利亚嫁给雅各；因此雅各又购买了又一个七年的期权，用辛苦劳动来支付和确保与拉结结婚的权利。

这是个闹剧，但却严肃地说明了期权和衍生品理念在应用于金融市场很久之前就已经是历史的一部分。当然，金融市场将衍生产品业务规模变得更大、更系统、更透明，成为控制风险的一种主要方法，现在我们称之为对冲。金融市场里的金融衍生工具业务的另一个影响是空前的允许了投机行为。

金融衍生工具市场中的投机行为的普遍性甚至于遮掩了市场的其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目的。格雷格·贝尔加是一位市场参与者而不是观察者，他有了重大的发现，那些认为在金融衍生工具市场进行对冲操作是一种降低风险方式的观点是错误的。“其目的可能是为了减少风险，”他写道，“但是现实中的情况是，投注对象从资产的投机转移到了对冲操作（包括相关资产和金融衍生工具）。进行对冲时，人们是对对冲风险的投机，而不是对价格变化方向或价格波动性投机。”

但尤其是在股市中，很多人将对冲视为一种保险。用经济学家阿尔弗雷德·马歇尔（Alfred Marshall）的话说就是，对冲者“不是投机，而是在保险”，那些接受对冲者传递的风险的人才是投机者。严格地说，任何在股票市场远期交易中没有持有相关股票的人都可能被视为投机者。

很多期货市场的交易者都会回避“投机者”这个词，因为它有些贬义。经营保险公司的人当然不会认为自己是投机者，但他们却承担了与期货市场中的投资者同样的风险。在这两种情况下，承包人和期货市场投资者都会承担一定风险，并因此收取费用。唯一的区别是保险公司会以得到保险费的形式确保得到某种收益（虽然他们可能会输掉与被保险人的赌局），而期货市场上却什么也保证不了。

金融衍生工具市场和对冲市场其实差不多，虽然市场上产生的大笔收益和损失使大家觉得与保险业相去甚远。我们已经看到了日本股票期货交易如何结束了英国商业银行——巴林银行的案例。同样著名的事件是，金融衍生工具市场在利率掉期合约方面的交易使宝洁公司在 1994 年损失了 15 000 万美元，这虽然算不上是灭顶之灾，但却意味着宝洁公司得卖掉天量的肥皂粉才能弥补损失。大西洋彼岸的德国金属集团在 1993 年由于石油期货的失败而损失的金额是宝洁公司所受损失的十倍。金融衍生工具市场巨幅盈亏的例子不胜枚举，而所有的这些事实都在表明这个市场是疯狂投机的地方。

确实如此，这个市场就是为那些愿意从对冲者手中接过巨大风险的人准备的。如果尼克·里森赢得了他下注在日本股市期货上的赌局，他就会作为打败日本股市的神奇小子而闻名于世。就像乔治·索罗斯通过赌赢英镑下跌而打败英国货币由此获得盛名一样。里森为许多正确认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日经 225 指数会下跌的人提供了保单。而这些人也是在投机而不是对冲，但是他们的动机不重要：在金融市场的残酷世界中，成功只有一个衡量标准，那就是盈利。金融工具衍生品市场提供了用较少的赌金赢得更大盈利的方式，同时也带有更大的潜在风险，因此人们认为这个市场是最能检验投资者技能的地方。

诺贝尔奖获得者默顿·米勒并不同意这个观点，他是明确表示支持金融衍生工具交易的人之一。他认为，“金融期货市场不只提供了价格风险保险，而且提供便宜、流动性更强的投资工具，对于投资者来说，比任何其他市场更可靠。”他进一步补充道，“投机者是不会对冲的。”

股票对冲者一方面持有某家公司或某些公司的股票，同时在个股或一组股票上，以指数期货合约的方式购买淡仓期货合约，这样他们就获得了保险。换言之，在期货市场上持仓是认为价格会下跌。如果价格上涨，现货市场上赚得的利润就会超出期货市场上的损失。如果实际股价下跌，那么在期货市场上采取空头头寸而获得的收益就会超过这个损失。凯恩斯认为这种对冲所花的费用就像保险费，投资者支付这部分费用是为了规避风险。即使对冲不能产生利润，至少也可以将损失最小化。

米勒对此给出了一个很好的例子。一位基金经理想要减持 2 000 万的股票，一种方式是卖掉股票，购买债券，但是米勒指出这种方式既耗费时间又涉及两笔交易费用。另一个确保同样程度多样化投资的方法是，在标准普尔 500 的指数期货合约上购买价值 2 000 万的空头头寸。通过这个简单的操作，2 000 万的股票完全对冲了。其实，米勒的意思是，一个投资者可以留在股市，因为股市总是比其他资产类型市场表现好；同时进行全面对冲来预防主要损失。就像凯恩斯所说，这个交易如果涉及费用，那就像在交保险费。

持仓不动最明智

很多投资者善于按兵不动，因为在投资世界中他们有充分的理由这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样做。在现货市场中不同种类的股票之间转换，及更多的从一种投资类型转为另一种类型，总是涉及大笔的费用。这意味着投资者在改变他们的投资策略时，需要支付很大的一笔额外费用。因此看起来他们更愿意在恐慌时期支付这笔费用，因为恐慌时他们考虑最多的是对损失的恐惧。其实如果在恐慌时期抛售股票，他们更可能亏损，因为他们是在买方市场中卖出。在恐慌发生前进行多样化投资应该可以避免在恐慌发生时的抛售。但是，正如我们所看到的，这也不太现实，因为许多市场和部分市场变化趋势是相同的。这就使多样化投资会带来收益的说法站不住脚。

即使有证据表明股票是无可匹敌的资产投资类型，勇敢的投资者也需要有对股票足够的信心才能完全忽略其他的资产类型。因此，期货市场和其他的金融衍生工具为那些对股票有信心又想一直规避风险的人提供了某种对冲方式。

当然股票也会有不如其他投资方式吸引人的时候，但是这并不能改变长远看来股票会带来最佳收益这个事实。一些投资者因此获得巨大的安慰，因为他们既没有时间也不想总是修补他们的投资组合。他们的想法很明确：一旦投资了蓝筹股投资组合，持仓不动是最明智的。

虽然股票的长期表现胜于其他资产类型，但是在股市发生变化时总有从一种资产类型转到另一种资产类型的机会。其实，股市的本质就是有升有降。如果只是因为这个原因，那么从一个市场流出的资金一定会流入另一个市场。随着资金的到处转移，很明显会为投资者提供一些很好的机会。短期投资切换机会可以带来不错的收益，但是我们不应该将此作为一种投资战略。在涉及较长期的计划的战略水平上，找机会盈利当然很重要，但这与采取多样化投资作为一贯的投资策略并不一样。

我们从中得到的简单教训就是多样化投资很难实现，一旦恐慌发生时很难成功，而且一般会付出很大代价。照目前的情况来看，投资历史向我们有力地证明，不畏艰难地坚持股票投资是很可靠的。但是没有什么可以经久不衰，历史进程很可能会改变。不过至少现在我们还没有看到它要很快发生改变的迹象，也无法确定这种现象发生时会带来什么样的变化。

对于本章标题最简短的回答就是："不会。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章
Chapter 9

市场总是正确吗

俗话说：市场总是正确的，这句话大家已经耳熟能详。市场价格能够反映任意时点上这个市场恰好达到的水平，从这个意义上讲，市场价格永远不会犯错。然而，这个论点通常被赋予了更广泛的意义，认为这个规律是普遍适用于所有市场尤其是股市的大智慧。

但是，不断有证据证明市场不总是反映其所代表的基础业务的真正价值。其实，公司董事正在花费太多的时间让投资者高兴，而不是集中精力提高他们所经营业务的业绩。我们已经看到，公司董事对股票业绩的沉迷已经使他们开始为了呈现业务较好的一面，对公司账户进行可疑操纵；甚至在一些情况下使用诈欺的手段欺骗投资者。

即便是最热衷股市的人也不能否认这种现象正在发生。股市的功能在于提供一种机制，使金融需求有效地适应不断变化的环境股市支持者认为上述现象只是造成了对股市功能的误解。此外，他们认为股市不仅是经济运行方式的晴雨表，还是衡量经济表现的标准。

回到基本问题

在这一点上，值得我们回到基本问题上：“股市应有的功能是什么?”从纯理论的角度来分析，答案很简单：股市为争取风险投资的公司提供机会找到愿意承担这些风险的投资者，作为回报，公司提供一定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

份额的利润。此外，自由市场的存在使投资者有机会交易自己的股票，同时它也给公司创造了机会，使其在有需求时重回市场争取新的资本。

如今，我们越来越明显地看到，股市并没有完全履行此项功能，它只是在履行部分功能。而且股市参与者对此的理解也有些偏离上述的理论定义。股市投资者不应该支配公司运营的方式，但是目前看来，他们想要这样做。虽然持有股票意味着公司所有权，并使股票持有人有权利享有公司利润的一部分；可是不表示应将公司管理权也交给投资者。

现在上市公司的高级管理人员总是要关注股市，总是在征求股票分析师、会计师、投资银行家等人的意见。这些人应该是客观的专业人士，不过他们通常只关注一件事——提高股价。一旦发行了资本，至少在理论上，股价的涨跌应该不会对公司造成什么影响。

股票投资的起源

形势总是这样吗？很明显，答案是“不”。但是，回顾股市的起源时，我们发现股市的现状始于其历史。

大约四个世纪前，资本市场体系在刚刚兴起时是很理性的。那时英国航海交易活动的发起人寻找投资者来支持他们的项目。他们不能求助于当时的借贷市场，因为这种高风险项目缺乏贷款方通常要求的抵押品。因此发起人提议让出其风险投资利润的部分份额作为回报，其潜在价值大大超出通常的借贷回报。这个金融计划的简单逻辑很快流行起来，并从航海业扩展到其他形式的资本行业。荷兰人将其进一步发展。17 世纪初期，他们在阿姆斯特丹建立了一个交易所，那里不仅交易公司股票，也交易政府债券和各种各样的期货和期权。这也提醒我们，金融衍生工具交易，据称是股本市场投机性更强、风险更大的一个方面，其实并不是什么新鲜事物；更不是 20 世纪末那些令人瞩目的精明投资新秀的专有领域。

相对于股票交易者非正式的集会，在 1670 年左右，伦敦的正式证券交易所成立。在那个时期，股票交易商和商品交易商共用伦敦城科恩希尔地区的交易所。到 1698 年，股票经纪人才建立了专门的证券交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所。后来发展成为世界规模最大的纽约证券交易所，它在欧洲交易所成立后很久才开始起步。在纽约证券交易所的初级阶段，1792 年时只有 24 个人定期在一棵老梧桐树下聚集在一起交易少量的股票。而纽约证券交易所并不是美国的第一个股票市场，因为在华尔街股市形成之前，费城的交易所就已经在运营了。一直到 1817 年，不太正规的纽约交易所才成为更重要的交易机构。

只有那些过于乐观的人才会相信，证券交易所诞生时绝不是投机中心。的确，它们也是筹集资本的中心，但如果说从一开始投机活动就更具吸引力，这个问题还是具有讨论价值的。理论上讲，股本市场的存在主要是为发展业务引资，而且毫无疑问，很多公司也通过这些市场从大众那里获得了大量资金。不过问题是，所筹集的这些资金中有多少被用于投资，而不只是为大多数的股票持有人提供分取他们公司利润的途径。

直至今日，股本融资规模一直都比借贷融资规模要小得多。主要原因之一是，如果企业主可以在保有拥有权的情况下赚更多的钱，几乎没有人愿意分发股本。不过，随着市场的发展，很多企业主发现他们通过买卖股本也可以实现超额利润，经常比参与所谓纯粹的生意还要赚钱。他们是在资本市场体系成立后不久发现了这一点。它也成了后来对股本市场的众多误解之一。

正如我们在第 5 章所看到的，如果说股本市场有所不同，那就是它提供于投资用途的资金越来越少。可是，股市却在快速发展，还在吸引越来越多的投资者。在 20 世纪 90 年代，美国投资者开始将其金融资产的 22.5% 投入股票。根据投资公司机构的调查，10 年后，股票投资的平均水平已经升至超过 50%。我们可以合理认为这些投资水平的增长是因为投资者受到资本盈利的诱惑，而不是想要参与发展公司业务。

确实如此，股市已经越来越远离其初衷，变得越来越像一个赌场。股市自行其道，几乎忽视了其应该代表的基础业务。这种情况一旦发生，在非理性行为和极端行为下，市场的脆弱性就会更加明显。这也使我们更加明白为什么股市不能成为证实有效市场理论完美的地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有效市场理论的问题

这样就提出了整个问题：理性市场是怎样的？在什么程度上市场才算有效履行了筹集资金的功能？有效资本市场理论在学术界有过很多的讨论，其理论中心是，股价会反映预期股息的价值。人们认为股息很重要，是因为它能够具体表现出股价和用以评估公司投资收益的理性基础之间的联系。收益率是通过股息支付表现的，而股息支付是返还给投资者的部分公司利润。有效市场理论在此基础上更进一步，该理论认为，股价实际上可以预期股息水平，因此成为预测公司利润发展方向的有价值的工具。

总之，有效市场理论表明股票的真正价值是由股息水平决定的。这让大多数的股市投资者莫名其妙，因为如今很少有投资者的投资决定是基于股息水平的兴趣。事实上他们投资决定的基础往往是根据从投资变换中能得到的净利润，而不是一直持有股票。

让我们假设有效市场理论是正确的，而且股价走势和股息走势之间存在明显的联系。有研究表明这样的联系确实存在。例如，加里·桑托尼和杰拉德·杜伊观察了20世纪股价和股息走势，并发现了某种联系，虽然在20世纪70年代这种关系并不明显。

其他研究却得出了非常不同的结论。罗伯特·希勒是有效市场理论最有名的反对者之一，他认为“这个关于有效市场假设的理论是经济思想史上最严重的错误之一”。希勒指出这个理论的关键错误是用它来解释股价变化的原因。“投机型资产收益几乎是无法预测的，”他说。确实如此，这个理论认为，“股票的真正价值接近其内在价值，即预期的最佳实际红利折现率不变的现值。”但是，这种情况并没有发生。

希勒关于股价和美国公司收益（而不是股息，股息只代表公司想要分配的收益份额）的研究表明，自从19世纪后期起，股价一直超过公司收益。然而，很明显，股价下跌时，在假设公司能够支付股息的情况下，股息的百分比却增长很快。2008年经济危机时便出现了这样戏剧般的一幕。如图9-1所示，那时股价和股息的位置几乎完全颠倒过来：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价明显地超过了股息增长。只有在20世纪四五十年代的萧条期，股价和股息的波动才是趋于一致的。

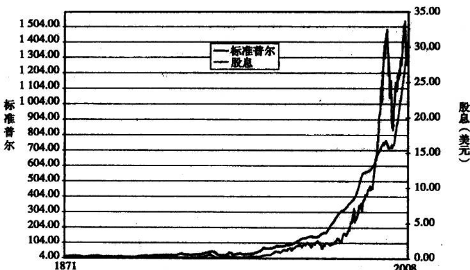


图 9-1 股价和股息（1871～2008年）

资料来源：Robert Shiller, www. irrationalexuberance. com.

图9-1表明，并没有证据证明股价可以预期股息的波动。一个世纪前不能（虽然那时两者之间的联系更紧密），现在就更不能了。

法比奥·卡诺瓦和詹尼德·尼科洛经过研究发现：在欧洲，股息和股价的波动关系更不密切。但是他们认为，无论是在美国还是在欧洲，股价与生产增长率之间是相关的。也就是说，经济增长和股价之间联系紧密，因此表明了股市具有合理性。

有效市场模型的理论中存在的问题是，他们认为股价预期未来收益（也就是股息），却不追溯历史收益。他们说，这就解释了股息高时，为什么价格分红比率低。不过，没有趋势线表明这种预期如何运行，而且就股息和股价之间的差异太大方面，也没有做出令人满意的解释。

正如斯蒂芬·勒鲁瓦所观察到得那样，关于有效市场理论还存在一个更根本的问题。他写道，“如果资本市场是在这个意义上有效（即反映了未来预期股息的贴现值），那么股价的波动应该只与那些导致未来预期股息改变的新消息相关：股息预期很好时，股价就会涨；反之股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会降。”我们知道这种情况并没有发生，虽然随着时间的推移，股价趋势很可能和股息一致。

约翰·梅纳德·凯恩斯没有直接参与关于有效市场的讨论。可是，我们看到他敏锐地观察到，投资者对猜测其他人关于某只股票的想法更感兴趣。能够先于其他投资者猜到人们关于某只股票估值不断改变的看法是赚钱的关键。很可能这种猜测是正确的，人们不断改变的想法也能够反映某只股票基础价值的改变，但是，在投资大众获知基本面已经改变之前，这些已经发生了。事实是，短期看人们的看法是对或错都不重要，正是这些看法推动了市场。

什么是理性的股市行为

假设股市行为具有理性就是在假设其参与者的行为具有理性。这是一个站不住脚的假设，尤其是在市场过热时，吸引了很多完全不明白自己在投资什么的投资者时，更是如此。我们也不能假设投资专业人士具有理性，虽然他们能够更好地获得消息，但是却不一定以纯理性的方式使用消息。

例如，20 世纪 90 年代互联网繁荣高峰期，股票分析师在市盈率超 100 时，还在推荐交易股票。这种行为是理性的吗？当然不是，因为收益记录表明，这些股票的股价需要一百年的时间才能匹配其支付的股息。另一个关于互联网疯狂更极端的例子是雅虎公司的估价。雅虎公司股票的市盈率曾一度在 500 左右，却仍然被列入证券公司的“买入”清单，而且评级很高。互联网繁荣是个令人兴奋的阶段，那时大家都在乐观地谈论着潜在收益，很少有人谈论枯燥老套的盈利话题。

从这个角度很容易看出为什么劳伦斯·萨默斯很有影响力的研究会得出这样的结论：即使是粗略的调查也能表明很多交易者采用的交易策略与基本面评估并非强相关。而且没有证据证明以下两个假设：非理性投资者会消失；非理性投资者没有能力使股价波动。

大多数投资者并不寄望于股息支付带来利润，而是希望通过资本收益来赚钱。从这个角度看，投资者不顾股票的基本面评估，选择购买很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能暴涨股票的行为可以被视为是理性的。这点很关键。但是彼得·斯派得研究表明，一直以来，资本增值所带来的股价增加要小于支付股息的增加。他发现，1957～1986年的30年间，标准普尔500指数实际的复合年增长率只有0.9%，而同期的平均股息增长率达到3.9%。

虽然股价最近的上涨很可能改变了斯派所描述的情况，但是他的研究仍然具有历史意义，因为近期股票的高增长使很多人忘记了投资者曾经多么专注于股息收益。在20世纪90年代繁荣期，股票交易本可以增长远远超过0.9%。这才是对大多数投资者来说至关重要的东西，而且还解释了为什么他们不太关心股息收益。

真正使股价波动的更可能是传言、变化莫测的市场情绪或者是能够影响公司财富的新消息。股价往往会在公司进行合并时（无论是真实的还是想象中的）巨幅震荡。在股市传闻公司领导层发生改变，或者由于其他许多与短期股息没什么关系的原因时，股价也会发生波动。

观察股市行为非理性的另一个方式是考察较长期的股市剧烈波动。这种波动可能不会导致恐慌，可是由于其持续时间长，因此对投资者伤害更大，期间出现的获利机会也比在恐慌时期少得多。股市的注意力总是集中在一天内涨跌幅戏剧性的变化，因而很少有人记得1972～1975的三年间，全球股市下跌了60%～75%。这段时期对投资者来说很艰难，但因为这是一次有序的下跌，而且缺乏戏剧性的一幕，所以大家并没有认为这次暴跌是金融危机。也正因为此，日本股市始于20世纪90年代而后持续十多年的股市巨幅下跌也没有被视为恐慌。也有观点认为这是一场危机，不过时间长了些，最终会得到解决。

长期看来股市具有理性的事实，可以为那些市场理性和自由市场至上观点的拥护者带来些安慰，但是在人们考虑投资策略时使用有限。这是因为短期的非理性有助于解释为什么恐慌会爆发，也有助于解释为什么那些未受短期市场情绪影响的人，在股市理智回归时依然获利。

股东价值至上

然而，股市任何理性的爆发都是受股东价值至上所限制的。直到20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪 80 年代末，这个理念才开始为大众所接受，而且结果证明能接受的人群也很有限。人们理解后，股东价值才听起来像是个不错的观点，它主要包括两层意思：首先指的是收益增长百分比，其次指的是由收益增长引发的股票上涨。用收益增长百分比来评估企业实力的方法十分有限，而其评估方式则更为有限。

仅依靠一种标准去评判公司业绩，在情况最好的时候也是不可靠的；而且如果这个标准有瑕疵，那么就会带来危险。这就是为什么越来越多的理性投资者还喜欢考虑其他因素，如一家公司产生资本回报的能力。他们也可能观察现金流的状态，计算出企业设法保有的现金量。更重要的是，现在公司基本面的研究更注重长期业绩，而不是每年甚至每季度盈利记录的区别。

关注股价并将公司董事的利益和股票业绩联系在一起，就会产生这样的问题：为了股价上涨而抬高股价。因此，即使公司的实际业绩可能在下降，公司经营者在股价上涨时也会得到奖赏。在互联网繁荣高峰期，一些得到最高奖赏的公司经理所经营的业务几乎没有产生收益。其实，衡量他们成功与否标准并不是他们创造的业务收益，而是公司股价的水平。因此，新经济时期的经理人也会因为减少所谓的资金消耗率，也就是投资资金被消耗的速度，而受到表扬。那些受过传统计算方法教育的人会简单地称其为损失抑制，但在新生的经济年代里，一般人们总是避免使用这个不太好听的术语。

收益游戏

与此同时，股市投资者开始向公司经理人提出不合理的要求。20 世纪 90 年代的牛市时，投资者要求达到两位数的收益增长。对于那些没有达到此标准的公司，投资者会以股票估值较低的方式进行惩罚。

公司也很热衷于玩这个收益游戏，一直承诺持续的收益上涨。其实公司这样做要面临巨大压力。媒体对公司业务的报道集中在收益方面。一个具有影响力的网站，WhisperNumber. com，在发表了非官方的收益预报和关于收益走势的传闻后，吸引了大批的追随者。美国汤姆逊第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声公司（Thomson First Call）调查的分析师平均预测中，每个公司收益预测都被广泛报道。所有其他主要股市都有自己的舆论预测机制，而且都得到了极大地重视。分析师针对巴鲁克·列夫汇编的公司简介所问的调查问题中的绝大部分是关于收益的。

不足为奇，分析师的中心工作就是沉迷于收益。因而，他们制做出大量的收益预报。如果公司报告的收益超出了这些预测，公司的股价就会上涨。如果公司报告的收益没有达到舆论的预测，那么其股价就会迅速下跌。

对收益几乎宗教式的信任，导致人们不太会理智地讨论收益质量。人们也不太会讨论，对不同发展阶段的公司预期也应该不同。市场忽略了一个事实：对于两个公司（一个是成熟公司，一个是需要攫取市场股份积极进取发展，为自己奠定基础的新公司），人们期望同样水平的回报是不合理的。增长率的固定意味着，从 100 美元到 1 000 美元的收益增长在百分比方面看起来相当不错，但是 1 000 美元只是很小的一笔钱。一个收益增长百分比不太大（如 5%）的公司所返还的收益可能是个 8 位数或 9 位数，无论从哪个标准看，这都是一大笔钱。

20 世纪 90 年代的事实是，美国公司每年平均收益增长是在 7% 左右。可是，一些充满野心的黑马股公司报告的收益增长数据，远远超过了这个平均数，这个事实向投资者表明这就是标准。**投资者没有停下来问一下自己，这些收益的巨大上涨是怎么来的，更重要的是，他们也没有考虑这种上涨对这些公司的长期健康发展是否有益。**哈里斯·科林伍德在《纽约时报》中写道：

> 允许使用自己的策略，繁荣期的公司经理并没有打算放弃收益游戏。因为参与这个游戏的回报太高，而不参与的惩罚又太严酷。但是，至少在理论上，这两个专业群体——审计事务所和证券分析师——对投资者有责任控制公司经理人的最自私的冲动，并应该以怀疑的态度仔细审查他们的行动。可是，太多的分析师和审计员与管理层同流合污，隐瞒股市一些最不正常公司的真实情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益游戏有很多规则，其中只有几条是关于通过内部增长而发展业务，或者为业务增加实际价值而不是股东价值的。随着20世纪90年代繁荣的结束，很明显一些玩家为了提高自己的收益数据变得孤注一掷，结果共同打破了这些规则。繁荣结束后，爆出了许多前所未有的丑闻，这个在第5章已经充分讨论过了。这些丑闻的共同之处是试图以非正当手段控制账目，这样会使这些有问题的公司看起来有着很好的收益增长。

制造这些数据的一些方式完全就是欺诈，其他方式则显示出对账目进行了可疑操纵，虽然没到完全违法的程度，但是却造成了收益的虚假状态。

美国家电制造商Sunbeam公司在揭示这种情况方面，提供了具有教育意义的例子。这个公司通过"借用"了一个阶段销售额，将其累加到1997年和1998年早期的另一阶段，达到粉饰收益数据的企图。这个公司的行为并没有触犯法律，但是许多股东因此对其提起了集体诉讼。他们指控该公司通过以下行为对他们进行误导。公司让交易商在冬季，需求不大时，备货烧烤炉，因此从Sunbeam公司将这些炉子从库房运出，成功"卖掉"。这使Sunbeam公司第一季度收益预测看起来很准确。然而，交易商并没有为囤货付款；因此真正到了付款的时候，由于这部分数据已经记录过了，所以二、三季度的收益数据看起来就很糟糕。这个伎俩是专为投资者设计的，因而投资者看到数据后很恐慌，他们开始抛售Sunbeam公司的股票。然后公司就逃到联邦破产法院寻求保护，躲避债权人的追讨。Sunbeam公司事件，不过是冰山的一角，这只是公司账目操纵丑闻列表中的一件小事，其所涉及的金额远远少于20世纪90年代后期，从世通公司、泰科公司和其他大公司倒闭中消失的那些账目的数额。

并购游戏

Sunbeam公司和通用电气公司比起来也只是个不起眼的小公司。在杰克·韦尔奇的领导下，通用电气处于收益风潮的顶点。韦尔奇当时简直可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以说是华尔街的英雄，因为他总是能创造引人注目的收益。现在看起来这种增长的大部分并不是来自真正的业务增长，而是来自于公司不断毫无节制的高价收购。韦尔奇在五年间，平均每年收购100家公司。

世通公司在同期不到五年的时间，收购了超过75家公司，而其中最大的收购案是，1998年以370亿美元的价格收购了微波公司（MCI）。像通用电气一样，由于这些收购，世通公司的收益增长报告看起来也非常不错。公司股票也随之上涨，使公司有能力购买更多的公司。

通用电气和世通公司的所作所为当时并不稀奇；其实，股市繁荣的一个典型产物就是，并购活动的急剧增长。这种现象在1929年崩盘前和20世纪60年代都出现过。因为投资银行（英国称作商业银行）开始意识到，兼并和收购活动是财政收入重要的来源。20世纪80年代，股市下跌使很多公司的股票估值很低，这使这些公司很容易受到公司“捕食者的攻击”，例如美国的布恩·皮肯斯和欧洲的詹姆斯·戈德史密斯爵士。他们朝这些公司猛扑下来，承诺会使公司资产更有效地运作，释放公司潜能。

这种活动引起了两种不良发展，其持续时间比任何业务协同及其所带来的其他成功要长很多。其一，并购造成杠杆收购，这使“捕食者”以公司可预期的未来收益为基础获得贷款。其二，并购促使公司使用自己的资源买回自己的股票。如果不具备这个能力，不幸的公司只能向“捕食者”支付所谓的“绿票讹诈”（溢价回购），使他们放弃。这两种防御方式都会大量消耗资金，这些资金本可以有效地运用在真正的资本投资上。

20世纪80年代的并购热潮是一段不确定的时期。之后，随着理清这些并购和企图并购的灾难性后果，这种现象中断了一段时间。但是，20世纪90年代早期，当股市又开始上升时，大家完全忘记了曾经发生的事。极其荒谬的状况出现了：巨额亏损，最多也就是有少量利润的公司却能够收购规模大很多，能够真正不断收益的公司，而这只是因为这些公司在股市上的资本大大高于那些获利公司的资本。这就使它们可以提供更高价格的股票来换取获利公司的资产。

20世纪90年代的并购特点是规模庞大。根据《新闻周刊》的调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查，并购狂潮在 2000 年达到顶峰，那时，全球共消耗有 3.4 兆美元，平均每 17 分钟在世界的某一个角落，企业之间就会达成一笔交易。这本杂志引用了荷兰蒂尔堡大学（Tilburg University）的经济学家汉斯·谢恩克的阐述："1960 年以来，经过合并的公司在生产力、获利能力、新增专利以及市场占有率方面的平均表现，落后于独立公司 17%"。谢恩克计算出，从 1996～2000 年，欧美企业合并金额总计 9 万亿美元，但其中大约 5.8 万亿美元无法发挥整合效应，因为并购没有促成反而破坏了经济增长。

谢恩克的发现得到了科尔尼公司（一家商业咨询公司）调查的佐证；这个调查涵盖了超过 53 个国家的 24 000 家公司。这份从 1988 年到 2000 年的调查表明，只有 20% 的公司并购会造成营业额增长高于行业平均值。而对于股东价值实际增长的公司来说，60% 的增长是得益于内部成长，其余都来自于兼并收购活动。

20 世纪 90 年代并购热潮中更惊人的失败之一是，互联网服务供应商美国在线公司（America Online，AOL）对时代华纳媒体公司的收购。收购期间，AOL 公司拥有较高的市场资本，但是其公司收益还不到时代华纳的一半。而且，时代华纳预期提供合并后公司超过 80% 的收益以及合并后这段期间约 70% 的现金流。而时代华纳却是被收购的一方。达成交易时人们称其为壮举。两个公司的合并市值达 2 900 亿美元；两年后，当所有的市场估值下挫时，AOL 时代华纳的估值更加低迷。合并后的公司估值只有 1 350 亿美元，比并购时 AOL 公司支付华纳的 1 460 亿美元还要低。到 2009 年，AOL 已经从公司名称中去除，此时公司市值只有 350 亿美元左右。

如果并购总是这样不成功，那么为什么还这样盛行呢？通常并购的根本原因包括规模经济、节省开支、协同效应和提升竞争力。为数不多的几项支持此论点的调查之一是，米尔肯研究所（Milken Institute）的经济研究专家苏珊·特里姆巴斯所做的一项研究。她在《并购与效率：超越时间的改变》一书中写出了她对《财富》500 强上市公司 5 年期间进行的 276 笔并购交易进行的仔细研究。这项研究的截止时间是 1995 年，正好在 20 世纪 90 年代并购狂潮之前。研究发现 2/3 的并购交易都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使公司的效率得到了提高，而且节省了开支。按照收益成本的减少来衡量，效率提高最多的前 100 家公司在并购之后的效率平均提高了 5%。不过，看起来较小规模的并购的效果最好。由于她的研究范围没有覆盖更不成功的并购发生的时段，所以如果将研究时段延长，结果可能就会不一样。

与特里姆巴斯的发现不同，其他的研究者直接得出结论：并购不会产生更好的公司。如果是这样，就需要找到并购的其他动机。从某种程度上，其动机可能就是公司首席执行官们膨胀的自我价值感，他们想要控制越来越大的公司。这当然是个不可低估的原因，同样不能低估的原因是经营更大规模公司的经理们所得到的物质奖励，以及使公司收益和股价提高的并购之后的加薪。

毫无疑问，首席执行官们完成并购后会获得高额奖金。例如，奎斯特电信公司（Qwest Communications）的首席执行官约瑟夫·纳科齐奥，在 1999 年收购美国西部公司后，得到了 2 600 万美元的特别奖励。而交易另一方的所罗门·特鲁希略也因为达成交易得到了 1 500 万美元。后来，并购的结果令人非常失望，而纳科齐奥也被迫离职。这说明了一定问题，但是已经为时已晚。

此外，并购活动的不断深入总是引起羊群效应。在公司的竞争对手联合在一起组成表面更强的企业时，他们开始担心自己错过了采取的行动的机会。当一个工业部门经历过一波并购时，这个部门中的竞争者几乎难免会开始向投资银行家咨询有关意见。

并购最多可以作为加快公司成长的途径，但是一些规模最大的收购案表明，这种成长不但很难维持，而且在很多情况下是虚幻的。在有人发现这个事实之前，合并后的公司通常已成功发表了看起来较好的收益数据。如果管理层对局势反应敏捷，那么在进行这些并购后能够抓着黄金降落伞快速退出。可是股东一般都会鼓励这些愚蠢的行为（直到情况变得糟糕），而且这些行为已成为股市牛市无可避免的特点。这些事实使我们更加担心市场的本质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东受益，打劫公司

股东要求收益增长，无论以什么方式都要达到这个目标。所以在收益增长放缓时他们就会感到失望；而且当股东意识到由于收购活动而引起的资本充足率过高，可能产生危险时，他们就会惊慌。随着新千年到来时股价下滑，人们开始质疑 20 世纪 90 年代繁荣的本质：它真的像人们所吹捧的那样吗？

爱德华·钱思乐支持这些怀疑者的观点，并给出可信的理由。首先他对美国生产力数据在 20 世纪 90 年代巨幅上涨提出质疑。他认为因为科技提高所作的调整只是使这一数据在 90 年代末时增加了 0.5%。这意味着 20 世纪 90 年代的每年生产率只是略高于 20 世纪七八十年代的数据，但是却明显低于 20 世纪 60 年代约 3% 的年度增长。

其次，他认为这 10 年间的股票收益率也被严重夸大，因为计算数据时，剔除了这个时期发生的大量负债。这意味着，考虑负债的话，股票收益率更真实的数据应该是 13% 左右，而不是公布的平均 22%。

提高收益的压力也迫使经理们节约成本。只要成本节省不会阻碍公司成长，也不会影响到提供所需费用给自身业务发展，这本是个值得称赞的行为。已破产的安然集团员工所叙述的大量事实表明，这个公司在股价上升时的成本削减实际上已经妨碍了其自身的运营，这是因为股东很迷恋收益增长。而且，当企业必须为了产生长期绩效而非削减资产负债表上的短期盈亏平衡线而大幅削价的时候，公司也就很难产生引人瞩目的收益数据。所以，这就会阻碍公司考虑采用这种以发展业务为目的的长期投资计划。纽约的一家调查公司，桑福德·伯恩斯坦公司（Sanford Bernstein），调查发现在 20 世纪后半叶，拥有资本支出最高水平的美国公司的股价表现明显低于资本支出水平较低公司的股价。

20 世纪 90 年代，美国主要公司削减了与公司收益相关的资本支出部分，将钱花到股票回收之类的事情上。这样，他们渐渐削弱了自己在国内外市场上的竞争力，在这些市场上美国公司所使用的基本设备要比他们欧洲竞争者的基本设备陈旧很多。以造纸工业为例，美国生产商的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设备平均使用时间是 17 年，为欧洲公司使用设备时间的两倍。在钢铁行业，美国生产商所使用的工厂要比海外竞争者的陈旧很多，因此布什政府不得不通过征收保护性关税的方式实行行业救助计划。

所以，很难说股市可以使公司更具竞争力，不过股价大涨，企业效益上升却能使人们安心，觉得一切都发展良好。

股市击垮经济

可是股票进入衰退期时，会发生什么事呢？经济合作与发展组织（以下简称经合组织）的调查人员试图回答这个问题。他们发现，在美国，股价大跌达到 20% 时影响了家庭消费，使其在第一年下降 1.2%，在第二年下降 1.1%；而且造成了 GDP 在这两年各下跌 0.8%。不过，在英国，危害相对小一些，造成家庭消费在第一年微量下跌 0.2%，第二年下跌 1%；GDP 方面，第一年未造成影响，第二年下跌 0.4%。根据这项研究，其他欧洲国家的情况与英国相似。在日本，影响略大一些，第一年的个人消费下降 0.6%，在第二年下降 0.7%。与此同时，日本的 GDP 在第一年下滑 0.5%，第二年的下跌值为 0.4%。日本的股价下跌没有美国那么急剧，分别为 10% 和 20%，但是按比例来说，对消费产生的影响是差不多的。换言之，总体来说，对日本的产生的危害几乎是对美国的一半。

经合组织的研究没有调查由股价下挫而引起的工资投入的下滑，但是其中引用了其他的一些研究表明其对资本投资消费的影响比对个人消费高出四倍。而经合组织国家对资本的投资只有家庭消费水平的 1/4，这表明对经济增长的总体影响可能是相同的。

相信股市对经济有积极影响的人一定会接受有时候股市对经济增长产生不良影响，而这个论点更根本、危害性更大。事实上，很难说股市会使资本主义发展得更好，或者股市在为各行业创造更大、更好的公司。我们可以很合理地认为，股市会越来越分散企业成长的注意力，而不能提供一种提高企业活动能力、支持公司成长的方式。此外，股市也会分散公司经理的注意力，它们过度注重金融市场，却忽视自身的业务发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回避股市的企业家

有证据明确表明许多经营重要公司的企业家不敢申请上市，因为他们害怕股市投资者的不现实要求会对企业成长造成不良影响。为我的一家公司供货的一个成功公司老板坦白地说，“如果你认为我应该让某个拥有两个 MBA 学位，却长满粉刺、没有任何常识的股票经济分析师告诉我如何经营公司，你一定是疯了。”极具讽刺的是很多企业主宁愿从越来越多的风险资本机构那里寻求资金，这样的机构往往就会鼓励成功公司上市，因为这会帮助基金经理实现从投资中获益。

现在公司越来越普遍地使用私募股权的方式融资，它们要寻求新的资本，但是又渴望从这样的投资者那里获得资金，即那些准备持有它们的股票较长时间，并且能够理解需要一段时间才能获得收益的投资者。

非上市形式的融资方式看起来不太可能一直保持在目前的水平。但是，一些较好股票的发行有意避开股市的事实，应该可以缓和那种股市作为股本市场具有优势的自满情绪。

如果西方股市也采用盛行于被过于诋毁的日本股市中那种观念模式的话，事情可能就不会这样了。日本投资者清楚公司为了成长需要将他们收益的大部分用于再投资。他们不要求高红利，但是追求资本增值。此外，日本大多数的上市公司人市时，它们的银行、供应商、客户及其他业务伙伴都是要参与的。一方面，因为这可能会制造某种股市阴谋，随之会造成不良影响。但是，另一方面，这意味着持有股票的实体都怀有一个具体的利益：促进基础业务的成长，而不会过度关心股价。

员工 Vs 控股股东

日本对股票拥有权和销售股票的不同态度只是国际股市复杂形势的一部分，这在股市以华尔街标准来评判的情况下常常被忽略。在华尔街或者其他成熟股市中，大多数主要公司的控制权已经从公司创始人或者他们的家族手中传递到职业经理人手中。美国公司的这种发展状态已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了如此程度，以至于当人们听到福特重新掌管福特汽车公司时，都会觉得很奇怪。

在西方大多数经营大上市公司的人会拥有大量股票，但是很少有人的股票多到足以控制公司。因此甚至是首席执行官们的雇用和罢免也可以由董事会决定，这就意味着每个公司董事可能会更有自信并质疑管理层的活动。

这种方式有利也有弊。好处之一是管理层可以更职业、客观。其二，没有多数股权的管理层更可能（虽然很难保证）用真正独立的观念模式解决公司事务。至于弊端就是，总是从一个公司跳到另一个公司的经理人们很有可能对公司不够尽心尽力。做管理咨询的博斯·艾伦咨询公司在 2002 年对欧美 2 500 家规模最大公司的管理层变化进行了调查。结果发现，在 2001 年，231 家公司（几乎占 10%）更换了他们的首席执行官。这比在 1995 年所记录的管理层更换数量上升了超过 50%。同期的首席执行官平均任期也从 9.5 年下降到 7.3 年。最高领导以下的管理层更换就更加频繁了。

大多数的高级主管都坚决否认他们对公司不够尽心，但是他们确实很难达到公司创始人的尽心程度。此外，他们还认为自己是效忠于股东的，而大多数的股东，就像他们一样，只是公司股票的临时持有者，是渴望资本增值的。这也就解释了公司经理人通常关注短期收益的原因，而这样的收益最有可能在兼并时实现。经理人认为他们为了股东的利益，有责任为这样的活动提供方便。而且，兼并有望为他们带来的丰厚奖金更不可能破坏他们对这种活动的兴趣。在这种情况下，由于所有其他明显更具诱惑的短期利益，他们也就不会考虑并购是否真的对企业长期有利了。

这是非常复杂的问题，这里只讨论其对股市和投资者的意义。简言之，我们可以认为，公司经营权和所有权分离的越来越远，使公司更像可交易的实体。成熟股市兼并收购活动的稳定增长证明了这个观点。

也可以将此观点更进一步，如果公司实体本身更具交易性，那么他们的股东就会对公司作为可交易实体更感兴趣。他们会希望从被买卖的公司中获得资本增值，而对由公司盈利稳步提高所带来的增值收益并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感兴趣。在互联网繁荣高峰期（精确重复了 19 世纪中期铁路繁荣时期发生的事件），这种观念模式得出了合乎逻辑（也可以说不合逻辑）的结论。毫无收益的公司，因为可能有希望带来收益，仍然以大笔钱来买卖。这些无收益公司的股票也被高利润交易。事实上，那时公司不只成了可交易商品，而且，由于公司已经几乎没有了资产价值，真正交易的其实是概念和理念。

成熟市场和新兴市场上市公司之间的对比非常强烈。在大多数的新兴市场，公司创始人依然经营着上市公司，至少也由持有股票绝对控股权的创始人家族掌控。在亚洲地区，大多数上市公司只有很小的一部分股票掌握在公众的手中，有时这个比例只有 10%。一些国家执行了较低的限制，像中国香港，公司如果想保持上市状态，必须使公众持有公司至少 1/4 的股票。

这就不奇怪，与英国和美国相比，为什么亚洲的兼并收购活动较少。在亚洲，一般由于公司经营发生困难而造成的抛售才会发生并购活动。健康的公司实体一般不会考虑并购。

家族控制和家族管理的优点是，上市公司可以享有很大程度的持续性，公司所有人也很少考虑进行并购活动。因为他们本身持有大量股票，不太可能被投资者提出的更高红利或者其他不合理要求所左右。然而，大多数的企业主的收入主要来自红利，而不是来自薪金或者期权计划（已在第 5 章充分讨论过了）。因此他们可能会从高红利支付中获得既得利益。里昂证券新兴市场经济公司观察了亚洲蓝筹股公司的期权，结果发现在接受研究的 11 家公司中，8 家公司为员工提供期权。在期权被合理安排，不会被当做支出而对待的地方，盈利平均被夸大了 6.8%，这个数据还不到美国蓝筹股公司所报的虚假数据的 1/3。

家族集团控制的公司也不太可能出现在美国发生的财务丑闻，因为如果他们这样做，欺骗的就是他们自己。企业主自己做管理的优势就是，他们重视的是企业发展，而不是抬高股价。

但是，家族控制的缺点也很可怕。这些公司由于充满裙带关系，因此缺乏职业管理。理论上讲他们是公共公司，但是企业主的管理就像在管理私人公司。这就意味着他们的业务行为很不透明，对股东负责的理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

念实际上就是空谈。

更糟糕的是，以牺牲小股东的利益为代价，主要股东的资产也混杂在公共公司中，进进出出。如果小股东抗议，他们就会被告知可以转投别家公司。有时，这种资产洗牌对小股东的利益造成了极大地伤害，他们最后只得迅速退出，上市公司不得不私有化。不过，一般到这时，伤害已经发生了。

新兴市场的投资者认为，甚至最大规模的公司，也是由其中的个别风云人物在很大程度上掌控。这个程度要比在美国大得多，美国也有一些企业风云人物、媒体明星，但是他们经营的公司在他们离开后也仍然会运营良好。在亚洲，情况则不尽相同，亚洲的大型公司就等同于他们的大老板。在中国香港地区，投资者会购买李嘉诚控股的任何公司的股票，当地人称其为“超人”。在印度尼西亚苏哈托政府执政期间，林绍良经营的任何公司都是股票的购入保证。这个例子中，政商之间的密切关系是新兴市场的突出特点。随着苏哈托政府被推翻，林绍良这颗星星也陨落了。其实，在每个新兴市场都有一群巨头控制着股市，就像19世纪末美国股市发展初期，所谓的强盗式资本家控制美国股市一样。

不顾一切：股市中的案例

股市在不断自我完善的过程中，难免会有跑偏的时候，也有可能由于种种因素而误人歧途。但是，如今的股市真的已经开始拖累企业了吗？而它正是当初在股市中崛起的。

有人认为，在成熟股市中，股东对公司经营者的短期要求，看起来就像将其绑架勒索赎金一样。而在新兴市场中，公司老板多半忽视他们的股东，却仍然迎合他们的短期利益。这两种情况，我们都不能说股东的存在增加了其股票正在交易的基础公司的价值。

然而，这种对形式过于简单的界定方法忽略了股市的许多好处，这些好处在吸引许多市场观察者的巨大金钱漩涡的重压下，消失得无影无踪。事实上，筹集股本往往比承担大额债务更有利于企业发展。而且，愿意通过交换股权进行融资就意味着，他们承担了对股东的责任；这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东本来可能怀有不合理的期望，但到头来还是会尊重企业成长，并对有所成就的公司做出回报。市场会通常以其倔强的方式逐步培养经理人的行为准则。这种行为准则有时指向错误的方向。但是其他时候却很有效果。

股市在鼓励上市公司员工方面也起了很重要的作用，这是因为股市提供了分配股权的机制。期权计划的滥用已经掩盖了在公司内给员工配置股权的巨大好处。在大规模配置股权的董事会会议室之外，许多公司将股权配置得更加彻底，增加了其员工在本公司的股权。

关于股市作为重新分配财富的方式，驻伦敦的商业记者帕特里克·霍斯金半开玩笑地举了一个例子。他认为，“有时股市比社会主义还具有革命性。”在讨论20世纪90年代繁荣后的股价大跌时，他写道，“股市下跌就像自然法则一样把财富从富人转移到下一代的穷人的手中，而且不必缴纳一分钱的遗产税。”霍斯金的论点是，市场低迷时入市的新投资者有很好的机会以他们认为“合理的”价格购买便宜股票。当然，没有什么事可以阻止现有的投资者做同样的事，前提是假设他们没有在股市低迷被迫抛售股票时，彻底损失他们的财富。

股市也是考量公司状态的有用工具，而且，在某种意义上，也是考量经济状态的有用工具。温斯顿·丘吉尔关于民主制度的著名评论说，“这个制度虽然有严重缺陷，但却优于所有其他体制。”也同样适用于股市。股市还远不是价值的完美计量器，但从长远角度来说，它能反映整体的经济形势，尤其是公司的情况。股市的问题在于其不稳定性，因此当股市学会向前看时（这是其本质），那么它才可能成为经济运行的晴雨表。

还有理由可以证明股市在政府政策方面的影响，尤其是对于那些法律结构不太稳定的国家和容易任意改变商业游戏规则的政府。世界银行的一份调查表明：“起码，重要股市的潜在巨大经济利益突出了政府利用政策法规努力阻止其发展所付出的代价。反过来说，一个鼓励市场和银行繁荣的国家计划也能产生激动人心的效果。”

最后，想一想如果没有股市，企业该怎么办，由此我们看到了证明股市作用的最好的观点。毫无疑问，如果没有股市，也会有其他的筹资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式和巧妙的融资方式，但最终这些方式很可能都以建立新的股本交易市场而告终。这些市场需要足够的透明性和流动性来为交易提供方便。如果股市不存在，那么很可能会创建出近似股市目前状态的某种化身形式。

赞成或反对股市的存在绝对是件毫无意义的事：它们不太可能消失。而且，虽然过去的历史意味着任何事物终将消逝，可股市一直提供了最可靠的财富保值和增值的方式。甚至中等收入的人也有理由注意股市，如果他们对充分利用他们的随便什么资产有兴趣的话。

理解矛盾

潜在投资者应该意识到，他们在进入一个遍布真枪实弹的战场。只有过于乐观的理想主义者才会相信他们能毫发无损的穿越其中。不谨慎的人损失的钱可能会比他们希望赚的要多得多，而且如果他们坚信股市是某种完全客观的机制，那么他们同样会损失很多钱。

就像我们在本书反复讨论过的那样，客观性并不是股市突出的特点。这主要因为股市是“人”在经营。要理解股市，就得明白人和股市如何相互作用，这通常意味着要理解矛盾。

对冲基金经理乔治·索罗斯认为这是理解股市的关键，他写道：

> 股价表现的是对未来有偏见的观点，从这个意义上，我相信股价总是错的。但是，偏见是双向的：不仅股市参与者带着偏见操作，而且他们的偏见也能影响事件的进程。这可能就制造了这样的印象，即股市能够准确预期未来发展，但是，其实不是现在的预期与未来事件相符合，而是现在的预期形成了未来事件。

这种影响和偏见的循环模式被索罗斯称为“反身性”。这是一个令人信服的理论，因为它提醒我们股市的运行缺乏客观性。这也解释了构成股市估价基础的感知是人类偏见的产物，而不是股市热衷者非常信奉的客观标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果索罗斯是正确的，那么他挑战的就是有效市场理论的基础。有效市场理论主张，股价既恰当地反映潜在价值，又能预测公司的财务状况。索罗斯的观点是，正是由于股市操作方式和参与者行为方式而造成的股价扭曲影响了股价，.并产生了歪曲，使股价偏离基本面价值。因而，股市本身成为了一个玩家。索罗斯认为，虽然“人们一般认为股市会预期经济衰退，其实更准确地说，是股市加速了经济衰退的发生。”

杀死了自己孩子的市场

索罗斯的观点很有说服力，并在20世纪90年代繁荣时期开始被大众认同。就像所有其他繁荣一样，那次互联网繁荣见证了股市不仅不能预测未来，还促使那些几乎没有持久力的公司发展。铁路公司刺激了19世纪铁路股票繁荣；但是如我们所见，虽然不是所有的，但是大多数的铁路公司都倒闭了。19世纪末20世纪初，多达1 500家汽车公司先后在美国成立。最后只有三家存活了下来：福特汽车公司、通用汽车公司和克莱斯勒汽车公司。克莱斯勒在1979年才脱离困境，现在由德国戴姆勒－奔驰集团控股。现在这些公司的生存再一次出现了不确定性。

谁能在网络公司的毁灭中幸存呢？凤毛麟角，就像幸存于其他繁荣毁灭的公司数量一样的少。繁荣使工业技术取得了重要进展，却摧毁了那些成为这个领域先锋者的公司。就像法国大革命著名的编年史学家，皮埃尔·维尔涅所观察到的，“我们有理由害怕大革命，它就像农神萨图恩一样，会依次吞食掉自己的孩子。”这种恐惧在法国和俄国都成为了现实，在企业界，每次与股市相关的大规模商业革命发生之后，也会出现同样的情况。

虽然生活中没有电脑和互联网就像生活中没有汽车那样无法想象，但是就算使这些技术发展成为可能的公司不再继续存在，生活却依然快乐。我们甚至可以认为，当这些公司在股市中浮动时，它们的毁灭很大程度上是由自己取得的成功造成的。市场慷慨地为这些公司提供资金，将它们的股价推升到无法再继续支撑的水平。接着，这些公司就因为股价涨得太高，花了投资者太多的钱而遭到了惩罚。我们可以相信，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些公司的资金源来自于股市之外，引资到其金库中的资金量没有那么大，那么这些已经毁灭的公司中的许多家可能就会幸存下来。

股市培育强者

虽然股市帮助培育了商业革命的孩子，然后将他们杀死，但它们也帮助造就了少量更强的公司。投资者喜欢胜利者，而且他们的支持使胜利者更加强大。最近，投资者聚集在微软公司股票的周围，无疑，微软公司是最成功的电脑操作系统和软件开发商。微软刚刚进入这个行业的时候，市场中的潜在竞争者泛滥，尤其是在软件领域。现在，微软公司非常强大，几乎了垄断市场，所以面临反竞争行为的指控。微软公司只是在重复汽车业发生过的模式，美国市场上汽车业后来缩减到只有三家垄断巨头。

资本主义企业的本质就是争取市场垄断。股市为企业实现这个目标提供的不只是财务支持。股市还有助于将一些公司推到第一线，同时淘汰其他公司。

很明显，能正确识别哪个公司会兴旺的投资者就会赚钱，但是如果投资那些不按常规运行的公司，也能够赚到钱。诀窍在于知道投资这些新工业公司的机会之窗何时关闭，并且何时应该退出市场。

没有必要真正信奉互联网公司、生物科技公司或者可能会成为股市的下一个热门的任何事件。投资者只需知道这些公司的股票被认为是新的奇迹股就足够了。就像凯恩斯说的那样，推动股市的一般不是股票的内在价值，而是投资者感知的价值。能够预测这种感知如何变化的投资者就是成功投资者。

排除股市噪声

上市企业的管理者理论上应该不理会股价波动，他们只是偶尔停下来考虑一个健康的股价是否可能会使公司更好地获得低成本资金。毕竟，一旦资本在股市中筹集，那么股票换手的价格就不重要了。一些最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功的公司是由一些基本上漠视其股东的经理人管理的。曾几何时，玛莎百货是英国最成功的零售商，以漠视其股东而闻名，虽然创始人家族已经很久没有控股公司股票了。朱迪·贝恩在其很有名的书中引用了玛莎百货主席理查德·格林伯瑞爵士的话说，“他不准备用一生，或者花费任何一段时间，致力于提高公司形象或者其股价。”理查德爵士发表此番评论时是在赞同马克家族的观点，马克家族把股东排在客户和公司员工之后。玛莎百货运行良好时，股东愿意接受这样的待遇。然而，玛莎百货开始衰落时，就在理查德爵士的主席在任期，来自股东的压力剧增。

很少有行政官像玛莎百货经营者这样轻视股价，如我们所看到的，特别是因为他们酬金的一大部分和公司股票业绩密切相关。他们这样做既明智又愚蠢。说他们明智是因为股价通常不会反映公司的基本面价值，因而不应该影响到企业运营。另一方面，说他们愚蠢是因为他们完全忽视股市。他们这样做不但会使个人遭到惩罚，也可能使人们对公司失去信心。股东们对公司估价的评判可能是对收益不太实际的反应，但是确实反映了市场感知，如果忽略这一点就会很危险。

华尔街权威本杰明·格雷厄姆是这样描述股市的：“股市从短期来看就是一个投票机，但从长期来看却是一个称重器。”他认为，虽然短期看来股市只是反映了公司的受欢迎程度，但随着时光的推移，它能够反映公司的真正价值。他的这个看法可能很仁慈，但股市历史表明了他观点的正确性，股市最终其实是这样运行的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章
Chapter 10

机　　会

如果股市是完全理性的地方，充满了坚定执行有效市场理论的人，那么股市向投资者提供的激动人心的机会就会少很多。幸运的是，股市只会间歇性地表现出理性。

可能现在股市的非理性现象要比过去少，但这只强调了一个事实：非理性仍然在股市运作中起主要作用。这个在股市生活中反复出现的现实只用一个词就可以概括——机会。

熊市中的机会

一般认为最好的机会发生在牛市，那时的股价在稳定上涨，因而看起来赚钱很容易。不过我们从历史中得到的最大教训之一是，投资者几乎不知道何时应该从牛市中退出，结果损失了自己大部分，甚至可能是全部收益。我们应该更切实际地认为股市压力最大时会找到最好的机会。这为那些受到启发的投资者提供了一个脱离大众的机会，采用一种与众不同的策略。

股市有压力时，股价就会下跌，股市变成了一个背离常理的地方。幸亏股市及其外围的人士也很背离常理。不然还如何解释为什么人们在股价达到最高峰时还忙着建议买入，而在股价下跌时却那么急切的卖出？而且，虽然历史表明，一次突然、大幅下跌后无不是伴随着复苏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，但他们还是一直遵循着这种行为模式。

约翰·肯尼斯·加尔布雷思，引用了普林斯顿大学的约瑟夫·劳伦斯教授在1929年崩盘前发表的著名评论，“成百万人的评估在这个令人羡慕的市场（证券交易所）里发挥着作用；他们做出一致的判断：股票目前并没有被高估……这时，那些具有超凡才智能够去反对大众智慧判断的人在哪里？”答案在于他们也是那些在股市中最可能赚钱的投资者的一员。表10-1表明了情况的真实度，它显示了在过去的100年间，华尔街发生单日最大跌幅后股市复苏的速度。

表10-1 一个世纪间华尔街股市的恐慌与复苏

日期	道琼斯工业平均指数下跌百分比	恢复10%所用时间	恢复20%所用时间
1987年10月19日	22.60	2天	5个月
1929年10月28日	12.80	5个月	233个月
1929年10月29日	11.73	1天	6个月
1929年11月6日	9.90	3个月	4个月
1932年8月12日	8.40	10天	21个月
1987年10月26日	8.04	4天	8个月
2008年9月15日	7.87	20天	*
1933年7月21日	7.80	20天	6个月
1937年10月18日	7.75	8个月	12个月
2008年12月1日	7.70	7天	*

*表明撰写本书时还无法得到此数据。

在复苏时期投机

表10-1中最引人注意的是自从20世纪下半叶，复苏期已经变得较短。但是，甚至在1929年大崩盘刚过去，20世纪30年代的经济衰退最严重的时候，那些有足够勇气去挑战“大众智慧的判断”的投资者就会很快因此获利。这个数据是以表8-1为基础的，该表表明，股市需要用多长时间才能重新开始收益达到10%和20%。一般牛市才会发生这个水平的投资收益，但根据数据所示，在熊市最严重的时候通常也很容易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到这个收益水平。1929 年崩盘后的那段时期（之后是 20 个世纪最糟糕的牛市，持续了 30 年），股市仍然提供了很多可以获利较丰的机会。

表 10-1 显示，华尔街 10 次最大的单日跌幅后，股市常常会在一个月内复苏，上涨 10%。更引人注意的是，有一次股市例外地在一年内上涨了 20%。有时，股市复苏后又跌了回去；但是如表所示，除一次之外，在股市极低迷时入市的投资者都可以快速获利。除了偶尔几次极为糟糕的时期，美国股市与其他成熟股市都一样，总是可以快速复苏。

如果我们考察更长时间的低迷股市活动，而不是只参考表 10-1 所示的单日巨幅下跌，就会发现快速复苏的模式在更大规模地重复。一项关于标准普尔 500 股票指数（而不是道琼斯工业平均指数）的调查表明，在 20 世纪后半期（1941～1999 年）中有 12 年指数在下跌。其中除一年之外，其余所有下跌之后的第二年都出现大幅上涨，平均上涨 24%。没有出现复苏的只有一年，1974 年。那一年对投资者而言是很危急的一年，投资者深陷经济衰退、通货膨胀和石油危机之中，火上浇油的是尼克松总统的被迫辞职引发了美国政治的混乱。不过，在 1974 年噩梦之后的两年，股票大涨了 70%。

再往前追溯，甚至在 1929 年崩盘之后的四年下滑后，股价在接下来的四年中也翻了三倍，虽然这次是 20 世纪最严重、最持久的经济衰退。

一项覆盖了从 1790～1985 年对美国股市更长期的调查表明，这段时期的 71% 的股票总收益（即股票上涨加上股息支付）都是正数。股市年增长最集中的是上涨了 10%，几乎达到 20%。其中有 35 年，股市的年增长甚至达到了 30%。

从某种程度上，美国的股票总能够复苏是因为经济总会复苏。不过，甚至是较弱经济的股市走势也几乎和华尔街保持一致。很难说，估价的快速复苏纯粹是由于国家的经济状态和企业盈利。我们也必须要考虑股市的羊群效应，股市对事件的过度反应和后续修正，还要考虑我们也缺少更好地投资这样大一笔资金的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解偏见，理解股市

如果投资者必将面临应付影响股市偏见的情况，而且要学习如何从股市真实运作方式中获利，那么理解这些偏见就至关重要。我是从与价值无关的角度来使用术语“偏见”的，其含义不像“成见”那样有行为倾向。理解偏见意味着理解股市对事件可能的反应，这与理解事件本身不是一回事。

在股市恐慌、非理性占主导时，这样做更为重要；而且投资者为了理解正在发生的事，需要置身股市骚乱之外来思考问题。

人们可能会对个股价值和整体股市心存疑虑，但是这并不表明这种情况下就赚不到钱。其实，一些更自私的投资者认为，股市最缺乏理性，股价严重不合常规的时候，也就是更大盈利潜力存在的时候。这也正好符合本书一贯的主题：恐慌时刻产生最大的机会。

杰克·史瓦格的《市场智者》一书中记录了理解这一原则并照此操作的一些成功基金经理的故事。保罗·图德·琼斯是图德期货基金（Tudor Futures Fund）的负责人。他在1987年10月19日股价暴跌时买入股票，而且正确预测出美国政府对股市恐慌会采取的对策，还买入了债券，因此最后在1987年10月崩盘后获得巨额盈利。他意识到政府会尽力通过降低利率来支撑股市。这样债券收益就会降低，而债券价格就会随之上涨。图德判断的完全正确，他为自己和客户大赚了一笔。

1987年崩盘的另一个成功受益人是布鲁斯·科夫勒，货币交易和期货交易的主力之一。和图德一样，他开始时没有采取行动，而只是思考美国政府会如何处理华尔街的情况。他发现美国政府在扮演着努力重新树立人们信心的角色，并且降低利率来刺激经济增长。这就会导致美元贬值，而其他政府也不太可能支撑美国的货币。在这种情况下，投机美元贬值会是非常有利可图的。

图德·琼斯和科夫勒的故事向我们表明在股市混乱期将目光放更长远些的好处。他们获得的信息与其他人得到的没有区别。他们所做的是超越信息思考，并预测股市反应。通过做这些其他投资者没做到的事，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们大获全胜。虽然两个人都是富有经验、管理大笔资金的基金经理，但是，对于那些相对没有那么多经验的小规模投资者而言，只要能够拒绝随波逐流，在其他投资者抛售时买人股票或其他资产，他们也能够盈利颇丰。

只有勇敢的人才能够不理会逐渐增强的股市噪声，尤其是在恐慌时期。然而，实质上，如果投资者想跑赢大市的话，这就是他们该做的事。

掌握时机

由于股市存在很多不确定性，所以投资者总是在问他们应该何时出人股市。著名投资家内森·罗斯柴尔德解释他的投资策略时说："我从来不在底部买人，而且总是很快就卖出。"换言之，他从来不花费时间去寻找难以捉摸的股市顶峰和低谷。正相反，他完全不顾这些，而会在他看到物有所值时就会买人，在他认为盈利达标了就会卖出。

在我看来，知道何时买比知道何时卖要容易得多。有证据表明，股市恐慌时买人总是一个好的策略。不过即使没有恐慌发生，每次优质股（即那些能够一直提高收益，取得高资产回报的股票）下跌到低廉价格的时候，也有大赚一笔的机会。

但何时是卖出的好时机呢？虽然第 2 章和第 4 章尝试过确认哪些迹象能够预示牛市出现不稳定性，将要下跌；但是，关于何时股市过于兴奋从而很容易发生大跌并没有神奇法则。因为考虑到没有万无一失的方法预测牛市何时会结束，投资者看起来应该更合理地将注意力集中在自己特定的情况，很可能与总体市场的主导情况不同。只注意股市的整体状态而不是个人投资组合的状态经常会搅乱投资决定；大量相互矛盾的信息只会使摸清事实变得更困难。

不过，投资者只要考察个人投资组合的表现，包括何时购买的股票、股票的买人价是多少以及从那时起它们的表现如何，就可以很容易判断该怎么做。

我们可以通过例如，观察股票 12 个月之内，或自指定某一年年初

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起的进展，来判断股市表现。这很大程度上与两三年前购买股票的股东无关。更重要的是比较股票的最初买入价格和它的当前价格。如果股价自从买入起上涨了（比如25%）那么就需要通过评估股票持有期间的预期收益来决定是卖出还是继续持有。每一位股东都确切知道自己股票买入的时间和买入价格（如果不知道的话，他们就是粗心到了愚蠢的地步），这些信息比任何对股市状况的整体判断都能够更好地告诉投资者该怎么做。

一个投资者可能考察通过他的投资组合状态来判断目前的盈利是令人满意，还是到了止损卖出的时候。如果是后者，任何的损失都由个人判断的，无关于任意时期触发的纯理论下跌卖出信号，这类信号与其他投资者的投资组合关系更密切。

关于止损还是等待股市摆脱下跌的阴影哪个更好的讨论有很多。20世纪60年代伦敦城的著名投资家，乔治·罗斯·古贝在两者中更赞成止损。他写道，“不幸的是……看起来人类的本性就是成本因素最重要。人们更愿意在价格高于买入价时卖出，而不是反过来。”他认为这种行为非常愚蠢，建议投资者“获利并止损”。

古贝还发表了一些关于平均法（或者是大家众所周知的“成本平均法”）的有趣评论。当股价下跌，投资者买入更多较低价格股票将其平均购买成本减低时，这个方法才开始生效。古贝认为这是“一种人类的虚荣心，因为人们不能承认开始购买的错误，因此认为以更低价格买入更多的股票一定是更好的投资。”

那些顽固持有快速下跌股票的人的最大噩梦是：股价会跌过复苏点位。这不是最糟糕的情况，不过在恶化到这个程度之前，投资者得考虑他们损失承受度的水平，人们对这个问题的讨论要比对风险承受度的讨论少的多。与承受风险相比，大多数投资者更能承受损失，从某种程度上因为他们对损失的态度受到了需要推翻先前决定的影响。换言之，如果投资的股票结果证明业绩不佳，他们就得修正他们对于这个股票的观点，并承认自己最初的判断错误。换一个角度看，在行情上升的股市，投资者通常认为是他们选股的敏锐造成了其升值，因此不愿在还有可能获得更多盈利时抛出股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设定目标

假设投资者想交易股票，特别在股票已经盈利的时候，我们应该采用什么标准决定卖出的时机呢？我们不可能确定普遍规则，但是每个投资者可以设定盈利目标和限制损失的目标，这分别反映他们的风险承受度和损失承受度。除此之外，没有其他方法可以建立可行的股票交易策略。就像所有策略一样，它也可能发生变化，但如果这真的是一种策略而不只是反射反应，那么其改变就不会那么频繁。

实行这个策略需要很大的自制力，就像股票交易员沃伦·普雷汉克在第6章指出的那样。不过，这实质上是内森·罗思柴尔德采取的策略，他的财富有目共睹。

自制力和设定目标在牛市时尤为重要，市场狂热发生时就会滋生股价会永远涨下去的想法。虽然更理性的股市参与者知道这种情况不可能发生，但是在股价还在上涨、还在寻找股市难以捉摸的顶部的时候，他们也不愿退出。

但是在牛市卖掉股票要比在熊市卖出理由更充分。当然，前提是假设个人投资者的股票已经在牛市产生了相当的盈利。这时，他们可能想停下来喘口气，获利了结暂时将资金放在他处。

每个人对“相当的盈利”的定义可能很不相同。一些人认为每年赚10%，或者任何能够战胜通货膨胀率的金额就很合理；而其他人可能更有野心。这个也没有普遍规则，只是风险偏好的问题。

甚至最有野心的投资者也会觉得，如果不为他们的资产设定目标就很难做出理性的决定。这些目标如果设得高，那么就是他们愿意为了达到目标而承受相关的风险，他们就比那些风险承受能力较低的人留在股市的时间更长。不过，设定目标时要参考历史，因为目标定的距离历史业绩太远就不是很实际。成熟股市随着时间的发展稳定了很多，牛市比过去持续时间更长；在这种情况下设立目标更要如此。因此设立野心更大的目标存在空间，但仍然受可行性的限制。

目标一旦达到，投资者就需要运用自制力去行动（这个说起来比做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

容易），不要为利润损失后悔。他们一定也不能犹豫和迟疑，这样做其实就是在回避。足够勇敢地坚持自己的股票处置计划的投资者可能会放弃一定盈利，却总是会避免蒙受更大损失的危险。

一些高明的投资者认为即使股票已显示有很大收益，也没有理由为了进行其他投资而抛出股票。他们认为没有更好的投资资产类型；卖掉好股票只会造成不必要的费用，还无法为抛售后所得的资金提供其他好的投资渠道。

情况可能如此，但在股价上涨时获利一定是合理的，而且我们很可能会在不远的将来以低很多的价格买入同样的股票。股票投资领域为数不多的确定性之一是股价具有循环性。股价下跌行情之后可能就是上涨行情，反之亦然。这足以让投资者对买入卖出的机会再次充满信心。

我们会在获得不错盈利后卖出股票，又在股价下跌时再次买入；这两次操作后所得的收益远远超过了交易费用，虽然在一些征收资本收益税的地方，收益不一定超过此项税费。这表明，我们的真正盈利（即除掉交易费和税费后的净利润）要足够丰厚，大到可以使我们认为不必去冒险获得更大收益的程度时，我们才应该考虑卖出。然而，20 世纪末出现的牛市，在这个世纪很可能会再次出现；在这种牛市中我们可以相信机会还会出现。

勇敢的投资者

如果投资者要遵循一个多世纪以来投资历史所证明的逻辑，他们几乎可以肯定地将所有的资金投入股票，尤其是美国股票。与任何其他资产类型投资方式相比，这种投资类型不仅会产生更好的收益，而且也证明了其风险性较低，而且越来越趋于稳定。但是，几乎没有投资者准备把他们的鸡蛋放在一个篮子里。大多数人都仍然相信多样化投资是唯一审慎的投资策略。这与其说是因为多样化投资能够带来最好的收益，还不如说是因为其造成损失的可能性较小。

这很重要，不是因为经验事实表明：投资股票是到目前为止最好的投资形式，而是因为大多数投资者如果只投资一种资产类型，都会觉得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不安全，即使对股票金融衍生工具的平行投资会与其形成对冲。作为一名投资者，我同意完全专注股票投资的逻辑，但是我自己也做不到不投资其他的投资类型。自己了解的市场会吸引我，是因为熟悉情况使我能掌控好投资，我喜欢这种感觉。而且这样做的同时我也清楚地意识到：投资其他资产类型可能带来更大的回报，而那些我碰巧了解的市场业绩也不太可能是最好的，但至少我明白其运营方式。

换句话说，我不敢说自己是完全理性的投资者。一方面，我不够勇敢来遵守这个经验证明的逻辑；另一方面，我做投资决定时需要有安全感，这种感觉有时比渴望获利的感觉更强烈。和大多数积极投资者一样，我最终选择风险规避，因此不够勇敢按照这个已证明了的逻辑操作：将我的大部分（如果不是所有）投资投入美国股票。

如果投资令人焦虑，或者某种投资组合会使投资者没有安全感，那么这样做毫无意义。这就是为什么人们会选择业绩不是最好的投资，可能这种投资碰巧符合这个投资者的风险承受能力，而且满足这个投资者的安全感理念。这突出了心理因素在投资领域的重要作用。毕竟是人在做投资，而不是电子数据表或者那些所谓完全客观的机器。其实，如我们在 1987 年危机中所看到的，那些想按照计划卖出的基金经理并没有使用电脑（电脑被认为能够产生客观的投资组合保险策略管理），而改为手动控制。

正如约翰·梅纳德·凯恩斯十分认同的那样，理解投资心理和人们对于事件的可能反应是股市中赚钱的关键。

预测极端行为

当预测投资者会如何反应，尤其是当股市在牛市最高峰或熊市最低谷时的反应，就连据称难以预测的人性因素也不是那么难以预料了。著名美国投资家本杰明·格雷厄姆喜欢说，投资者的行为，在股市行情下跌时像躁狂抑郁症患者。他可以再补充一句，当股市看涨时，投资者的行为像躁狂乐观主义者。股市总是造成夸张的行为，我们也可以称其为非理性，但股市总是能这样则是件幸运的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者对于危机的一贯反应可能会在未来发生改变，不过没有迹象表明马上就会改变。有太多的毫无意义的文章讨论股市中人们的非理性，而且对股市很难预测的想象引起人们太多不必要的恐惧。为了恢复平衡，我们需要理解股市心理，这个问题不像某些学术研究中所讨论的那样复杂。

本书主要是关于股市达到极端时对股市的理解。中心论点之一是：投资者在股市恐慌时没什么可害怕的，而且有利可图。我假设的出发点是，非理性已经发展到很高的程度，但是我想表明的是这种非理性已经非常明显，因而变得可以控制。股市的历史就是循环的历史，并不是随着时光流逝，向不可预期的方向随机漫步的历史。

虽然不太可能准确指出恐慌何时会发生，但是我们却可以找到一些迹象，它们几乎总是能预警将要发生的事。我们在第4章中研究了这些迹象，在第5章我试图表明股市虽然日趋稳定，却更容易产生恐慌。此外，随着股市越来越偏离构成其基础的公司，越来越偏离其经济环境时，恐慌就变得越发危险。

新市场，旧模式

虽然股市日益脱离其应该反映的经济环境，可还是在以难以置信的速度增长。新股市在全世界几乎每个国家中兴起，就连成熟股市也仍旧表现出引人注目的增长水平。有些较新兴起的股市发展速度惊人，已表现出要超过比其更成熟股市的迹象。例如，2002年，中国台湾地区的股市在交易量方面发展到几乎要取代日本股市的程度。极具讽刺的是，那里在1945年以前是日本的殖民地，而且一直被认为是个落后的地方，一个还算富裕的农业省份，不大可能会发展得特别好。

中国拥有世界上发展最快的股市，而且政府也在积极扶持。同时，许多东欧国家正在忙于建立新的股市，这些股市被视作它们从昔日中央计划经济中走出来的标志。每个自主国家都想要自己的股市以满足大量的本地投资者的交易需求。

股市的全球性发展意味着我们再也不能说股市是西方工业化的专有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领域。就是在大多数国家没有自己的股票市场的时候，它们也会受到西方市场剧烈波动的影响；现在这种联系更加紧密了。大多数股市跟随华尔街，但正如我们所见，虽然在华尔街大跌时这些股市也免不了下跌，但是美国股价徘徊观望时，它们常常能够成功保持上涨行情。从某种程度上这是因为全球有大量投资基金在运作，这些资金可以轻易地分配到世界任何地方，当这些资金从一个股市转移到另一个股市时，就会造成很大的骚动。虽然在反全球化运动者和一些傲慢的华尔街市场玩家中，国际基金经理是信心的代名词，但这种信心经常被高估。仔细研究后发现，这些资金不像表面看起来那么全球化，而且新兴股市的大部分波动都是国内投资者活动的结果。但是，由于华尔街股市的规模和其在股票市场的主导位置，华尔街的波动对其他股市产生了很大的心理影响，表现为美国股票急剧下跌时，其他股市也会迅速下跌。

市值日益庞大

所有这些意味着，与过去相比，现在的资本市场市值有了巨大的增长。全球股市中流动着巨额的资金，在过去的20年，这方面的增长尤其显著，其结果是：股市不再是为企业提供财务支持，而是在支配企业的运营方式；股市涨跌引起的波动，对经济也产生了很大影响。

不但市值变得越来越大，而且股市财富产生也直接或间接地牵扯到越来越多人的利益。在美国，个人投资者的数量从1989年的2 700万上升到1998年的3 380万。但是，如果算上所有直接股东和那些通过共同基金和养老金计划投资股市的人，股市投资者数量的增幅更大：从1989年的5 230万增长为1998年的8 400万。

因此股市已经变得非常重要，不再是一小群投资专业人士的专门领域了，但这些股市的命运还是掌握在相对少数人的手中。我曾经认识过几个这样的人，他们过于自信并对金融市场外的知识不太了解，这是个令人担心的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利益冲突

股市在面临危机、丑闻和所有其他形式的极端行为时，表现出了快速复苏的能力，能够从容处理这些情况的投资者就会盈利颇丰。

在撰写本书时，投资者正处于紧张状态，这是可以理解的。无把握的局面笼罩着新千年。不只是历史最大的牛市已经走到了尽头，而结束时还出现了大量惊人的公司破产、大规模公司欺诈的指控以及萦绕在企业财务管理者周围的强烈不信任感。难怪股票交易量会下降。

不过，所有这些都不会使精明的投资者失望。正相反，当恐惧、非理性和极端行为主导股市时，获得利润的潜在可能性最大。

我突然想到自己通过写这本书而制造了利益冲突。如果更多人了解机会出现在股市最弱的时刻，那么获得利润的潜在可能性就会减小。很明显每个人都希望会有更理性的行为，至少在理论上如此，但是实际上这样做却意味着在损失机会。

股市提供了一些在生活中为数不多的真正机会，这些机会却一直被这样的浪费，真让人难以理解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

许多人为本书的出版提供了建议和帮助。他们为此倾注的热情与智慧，令我非常感动。在此，我谨希望能够对他们中的每一位都表达谢意。

这次新版本的出版，由约翰·威利父子公司（亚洲）的尼克·伍尔沃克精心筹划，由詹尼斯·宋负责印刷事宜。香港理工大学的访问学者阿尔文·隋帮助我更新了这一版本中的数据，特此表示感谢。

这部作品最初的诞生应该感谢 Profile Books 公司的马丁·卢伊的支持与帮助。特雷沃·霍伍德对本书的初稿进行了认真的编辑加工和整理，他有一双神奇的慧眼，非常善于发现文稿中前后不一的地方以及冗句和漏字。

搜集本书中所需的数据并非易事，为此，我要特别感谢蒂姆·亚当，他为本书搜集了大量的图表。帕特里克·邓恩对于如何用图表统计整理数据，给出了非常有益的建议。香港科技大学的图书馆非常宏伟，这里也是我写作素材的源泉，图书馆职员为我搜索这些数据提供了很有价值的帮助。

很多人都曾为本书的写作与出版提出了非常有用的想法和建议，为本书增色不少。他们是比尔·米勒、马修·布鲁克、鲍勃·邦克、乔纳森·格林、安德里斯·克鲁斯、埃尔加·梅纳德－格利高里和托尼·马瑟。

对于上述帮助和支持，我再次深深表示感谢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

韦恩斯理智分析了现在推动股市的真正力量，以及精明的投资者如何能够逆势获利。

——《亚洲时报》

当股市弥漫着悲观情绪、专业投资人士束手无策、股民惊慌失措纷纷离场的时候，韦恩斯令人赞赏的冷静分析一定会受到欢迎，这本书非常适合对长期投资感兴趣的投资者。

——大卫·史密斯《星期日时报》经济版主编

韦恩斯的新书写得深入浅出，书中囊括了经常被专业投资者忽略的大量深刻见解和建议，而这些专业投资者的投资策略所产生的收益也许不比猴子投飞镖的命中率好多少。

本书的魅力就在于它合理反驳了市场恐慌下产生的交易策略。

——《远东经济评论》

Market Panic

韦恩斯采用了金融顾问通常的告诫"上涨后必定下跌"，而反之亦然。看过这本书，我们会兴奋地期盼下次恐慌的到来。

——大卫·希尔雷夫《经济学人》资本市场版主编

本书在市场情绪过度悲观时传递了一种乐观的信息。作者的分析和写作通俗易懂，很适合普通投资者阅读。

——迪安妮·朱利叶斯《今日管理》

WILEY
Publishers Since 1807
www.wiley.com



客服热线：
(010) 88379210, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com





收藏性：★★★★★
实战性：★★★☆☆
专业性：★★★☆☆

阅读提示
入门 进阶 专业

华章网站 http://www.hzbook.com





定价：36.00元